

Università degli Studi di Firenze

**DOTTORATO DI RICERCA IN
"Sociologia"**

CICLO XXV

COORDINATORE Prof. Bontempi Marco

**La costruzione sociale della finanziarizzazione: verso
la convergenza dei sistemi bancari?**

Settore Scientifico Disciplinare SPS/09

Dottorando

Dott. Betti Marco

Tutor

Prof. Trigilia Carlo

Coordinatore

Prof. Bontempi Marco

Anni 2010/2012

Indice

Introduzione	3
Premessa	3
Obiettivi.....	5
Ipotesi e metodologia	6
Articolazione dei capitoli.....	8
1. Il dibattito sulla varietà dei capitalismi	12
1.1. Dalla <i>political economy</i> comparata alla varietà dei capitalismi	12
1.2. I nuovi contributi al dibattito sulla varietà dei capitalismi	20
1.3. Quale futuro per la varietà dei capitalismi?.....	27
1.4. Una lettura sociologica delle trasformazioni: il contributo del neoistituzionalismo ..	36
2. Corporate governance e assetti proprietari	48
2.1. L'evoluzione del dibattito sulla <i>corporate governance</i>	48
2.2. Le teorie sulla <i>corporate governance</i> : caratteristiche e limiti.....	53
2.3. Il rapporto tra finanza e impresa nella letteratura sociologica.....	60
3. Corporate governance, banche e mercati finanziari. Verso la convergenza dei diversi capitalismi?	73
3.1. Lo schema analitico di Dore	73
3.2. L'evoluzione degli assetti proprietari in Europa ed i limiti del modello anglosassone	79
3.3. L'evoluzione delle strategie bancarie	89
4. Il contesto istituzionale italiano	99
4.1. Corporate governance: gli effetti delle trasformazioni in Italia	99
4.2. La banca: regolazione e profili definitivi	107
4.3. Origine e strutturazione del sistema bancario italiano.....	116
4.4. Le trasformazioni tra gli anni Settanta e gli anni Ottanta.....	128
4.5. Dagli anni Novanta alla finanziarizzazione.....	137
5. Le ragioni sociali della trasformazione	148
5.1. Il contesto istituzionale italiano	148
5.2. Il processo di de intermediazione nei bilanci delle principali banche italiane	150
5.3. La costruzione sociale della finanziarizzazione	157
5.4. L'evoluzione del Monte dei Paschi di Siena	183
Conclusioni	189
Bibliografia	208

Introduzione

Premessa

A partire dagli anni '70 l'ascesa e il declino dello stato sociale keynesiano riportano l'attenzione della sociologia economica sui paesi più sviluppati. Davanti alle tensioni che rimettono in discussione il processo di stabilizzazione economica e sociale, la *political economy comparata* sviluppa una nuova attenzione al ruolo giocato dal sistema di rappresentanza degli interessi nel fronteggiare e ridimensionare gli effetti perversi legati al meccanismo di regolazione istituzionale dell'economia basato sullo stato sociale keynesiano. Si tratta, in particolare, delle conseguenze connesse con il raggiungimento della piena occupazione – a livello micro – e delle difficoltà di controllo della spesa pubblica – a livello macro –, derivanti dalla graduale estensione dei sistemi di protezione sociale.

L'attenzione sul ruolo del contesto sociopolitico, e in particolare sulla descrizione dei caratteri del sistema di rappresentanza, consente di spiegare perché paesi come gli Stati Uniti, il Regno Unito o l'Italia presentino tassi di inflazione e di conflittualità sociale più elevati di quelli registrati nei paesi scandinavi, in Austria o Germania. Attraverso l'elaborazione dei concetti di neocorporativismo e concertazione, contrapposti a quelli di pluralismo e di politica di pressione, è quindi possibile fornire una spiegazione empiricamente fondata sulle capacità di controllo delle tensioni economiche e sociali all'interno dei singoli paesi.

Tuttavia, se buona parte delle ricerche sul neocorporativismo avevano allora enfatizzato la migliore capacità di questo sistema di regolazione nel garantire la fruizione di diritti, la pace sociale e l'accumulazione del capitale, sarà a partire dagli anni '80 che prenderanno forma quei profondi mutamenti che condurranno a una maggiore differenziazione tra capitalismo anglosassone, europeo e giapponese. In altre parole, con le trasformazioni dell'organizzazione produttiva e con il consolidamento del processo di globalizzazione, si chiude la stagione del neocorporativismo e dello scambio sociale. Di conseguenza, anche la capacità del modello neocorporativo di rispondere alle nuove sfide viene messa in

discussione. Una volta riportata sotto controllo l'inflazione, l'attenzione si sposta infatti sulla capacità di innovazione delle imprese e ciò consente di far interagire gli studi sulla political economy a livello macro con quelli legati alle trasformazioni del fordismo di livello micro. L'attenzione viene così riportata sul ruolo dei fattori istituzionali e, in particolare, sulle condizioni che favoriscono l'innovazione delle imprese. A questo proposito vengono distinti due modelli idealtipici, le "economie coordinate di mercato" e le "economie non coordinate di mercato". Il primo modello, nel quale vengono ricompresi Austria, Germania, Olanda, Svizzera e paesi scandinavi, è contraddistinto da un sistema di regolazione che vede la prevalenza dello stato, delle associazioni e della comunità mentre il secondo, all'interno del quale possono essere fatti confluire Stati Uniti, Regno Unito, Canada, Nuova Zelanda e Australia, presenta una più ampia regolazione legata al mercato. Lungo questa prospettiva, gli studi sulla varietà dei capitalismi cercano di dimostrare come le economie coordinate, promuovendo una concezione relazionale dell'impresa, siano in grado di offrire un ambiente istituzionale più favorevole all'innovazione. Le dimensioni della regolazione istituzionale prese in esame sono nel complesso cinque: la finanza e l'assetto proprietario delle imprese; il ruolo della formazione professionale; le relazioni industriali a livello di impresa; le reti formali e informali legate all'associazionismo imprenditoriale e il contenimento salariale.

Anche in questo caso, però, il quadro viene rimesso in discussione nel decennio successivo e nei primi anni del 2000 quando da un lato, il successo economico di Germania e Giappone subisce una significativa battuta d'arresto e, dall'altro, i capitalismi anglosassoni mostrano nuovi segnali di dinamismo. Accanto a ciò, gli sviluppi del processo di globalizzazione e il proseguimento dell'integrazione europea, rimettono in discussione la continuità degli assetti istituzionali che contraddistinguono le economie coordinate. Ciò non ha soltanto stimolato una revisione del modello, con la definizione di vantaggi competitivi differenti in termini di innovazione: più favorevoli a innovazioni radicali le economie anglosassoni; più propensi a innovazioni incrementali i modelli renano-nipponici, ma ha anche aperto la strada a nuovi contributi. Lungo questa prospettiva, ricollegandosi alla questione più generale delle spinte verso la convergenza, alcuni autori hanno messo in discussione la capacità delle istituzioni nazionali di spiegare in maniera esauriente il comportamento delle imprese. Il dibattito sulla convergenza,

infatti, lungi dal riconoscere particolari vantaggi competitivi legati ai modelli anglosassoni, individua piuttosto nelle economie basate in misura maggiore su forme di coordinamento di mercato migliori capacità di adattamento ai vincoli posti dai processi di globalizzazione e, in particolare, dalla sempre maggiore integrazione dei mercati finanziari. Ed è proprio all'interno di questa dimensione che si inserisce il nostro contributo.

Obiettivi

Tra le dimensioni istituzionali prima richiamate la *corporate governance* delle imprese e il ruolo delle banche e dei mercati finanziari occupano una posizione centrale nella spiegazione delle differenti performance dei due modelli. Nelle economie non coordinate di mercato, ad esempio, le esigenze di finanziamento delle imprese più grandi vengono soprattutto soddisfatte attraverso il ricorso ai mercati finanziari. Inoltre, essendo la proprietà frammentata tra soggetti diversi, non esiste quel vincolo di lungo termine che invece caratterizza il governo delle imprese dei modelli coordinati di mercato. Di conseguenza, le decisioni strategiche vengono prese sulla base di calcoli sulla redditività a breve termine e ciò sfavorisce le innovazioni incrementali a vantaggio di quelle radicali.

Il ruolo trainante della finanza, nonostante un indebolimento della struttura manifatturiera, ha inoltre incoraggiato la crescita dell'economia e dell'occupazione americana e britannica negli ultimi decenni, ridimensionando così l'enfasi sul modello renano-nipponico e aprendo la strada all'ipotesi della convergenza. Infatti, nonostante le ipotesi di un rafforzamento dei caratteri originali dei due tipi di capitalismo, è proprio nei meccanismi di coordinamento tra banche e imprese e nel ruolo della borsa che si registrano le principali spinte al mutamento e alla deregolamentazione.

Ci siamo quindi domandati quali siano le reali tendenze in atto nei processi di finanziarizzazione delle principali banche europee e italiane. Per fare ciò il punto di partenza è rappresentato dal contributo di Dore [2000] sulle trasformazioni delle strategie adottate dalle banche tedesche e giapponesi, che ben esemplifica come la crescente liberalizzazione dei mercati finanziari internazionale e i miglioramenti nelle

comunicazioni, agevolando il rapido movimento dei capitali, creino nuove opportunità di guadagno tanto per gli intermediari finanziari – che possono adesso investire nei nuovi strumenti – quanto per le stesse aziende – per le quali diventa possibile finanziarsi direttamente sui mercati –. Si indebolisce così quel legame di lunga durata tra banche e imprese e si aprono le porte a investitori stranieri portatori di un capitale sempre meno “paziente”, con conseguenze negative sulla tenuta del modello originario.

Ma in questa trasformazione, accanto ai fattori di natura strutturale prima richiamati, Dore individua anche elementi riconducibili alla dimensione culturale e connessi con la crescente internazionalizzazione della cultura economica. Lungo questa prospettiva, le esperienze formative e di lavoro in contesti anglosassoni contribuiscono a riprodurre, estendere e legittimare la transizione verso un modello maggiormente legato a una regolazione di mercato.

Focalizzare l’attenzione sulla dimensione culturale può quindi contribuire a sviluppare una lettura sociologica dei processi di mutamento a livello macro e micro economico. A questo proposito, gli strumenti concettuali elaborati dal filone della nuova sociologia economica – e, in particolare, dai contributi legati al neoistituzionalismo sociologico – possono aiutare a interpretare il legame che si genera tra cultura, reti e interessi e come il ruolo di alcune teorie economiche possa concorrere, anche attraverso il circuito delle università, delle business school e dei media specializzati, al processo di costruzione sociale della legittimità di un nuovo modello.

Ci siamo quindi domandati quale sia la reale portata dei processi di convergenza a livello macro e, concentrandoci sul solo caso italiano, quali siano stati gli elementi che hanno favorito, ostacolato o legittimato la trasformazione avvenuta a livello micro.

Ipotesi e metodologia

Tuttavia, se nel contributo di Dore [2000; 2009] gli esiti del processo vedono la necessaria convergenza del modello renano–nipponico verso quello anglosassone, la nostra

impostazione, analogamente a quanto osservato da Berger [1996], risulta meno deterministica. In altre parole, nella nostra ipotesi, nonostante la presenza di evidenti pressioni in favore di una regolazione guidata in misura maggiore da logiche di mercato – che inevitabilmente conducono tanto a mutamenti istituzionali significativi quanto alla ridefinizione dei tradizionali confini tra i differenti modelli –, le differenze istituzionali, che contraddistinguono i diversi contesti per quanto concerne il rapporto tra banche e imprese nonché rispetto alla relazione tra strategie bancarie e mercati finanziari, non verranno meno.

Lungo questa prospettiva ipotizziamo che a livello macro, nonostante la presenza di tendenze comuni, non si realizzi una piena omogeneizzazione né dei modelli di *corporate governance* né delle strategie dei principali gruppi bancari europei per quanto concerne il livello di finanziarizzazione degli attivi e il processo di intermediazione.

La mancata convergenza a livello macro chiama in causa le scelte strategiche di livello micro. In questo caso, concentrandoci sul solo caso italiano, ipotizziamo la presenza di strategie diversificate da parte dei tre principali gruppi italiani. Il passo successivo diventa quindi quello di individuare quali sono le variabili sociali – i fattori di agenzia – che contribuiscono a spiegare il permanere di equilibri multipli anche all'interno di un contesto istituzionale frutto di una stessa matrice storica.

Il richiamo al ruolo della dimensione culturale consente infine di descrivere e interpretare il contributo della cultura economica nel processo di trasformazione. Dal nostro punto di vista, e in virtù di quanto ipotizzato rispetto alle capacità performative e di “indirizzo”, sarà interessante comprendere quale sia stato il ruolo delle teorie economiche nella spiegazione delle origini della trasformazione.

Dal punto di vista metodologico abbiamo prima ricordato lo stretto legame che si realizza tra modelli di gestione delle imprese, mercati finanziari e sistema bancario. In questo senso, qualsiasi analisi sulle trasformazioni delle strategie bancarie non può prescindere da un richiamo alle peculiarità dei modelli di *corporate governance* che caratterizzano i singoli contesti.

Proprio per questo i contributi empirici, sia a livello macro che a livello micro, presentano un'analisi preliminare – basata su una rassegna della letteratura – sulle trasformazioni delle concezioni di governo delle imprese nei principali paesi. Il passo successivo diventa così

l'analisi dell'evoluzione delle strategie bancarie. In questo caso, però, tanto a livello macro quanto a livello micro, le nostre elaborazioni – che riprendono l'approccio metodologico utilizzato da Pierobon [2009] – saranno basate su analisi di bilancio.

Il caso italiano, infine, assieme alle dimensioni prima richiamate – e quindi all'analisi preliminare dell'evoluzione della *corporate governance* e dei principali indicatori di bilancio – affiancherà un approfondimento di natura qualitativa realizzato attraverso una serie di interviste a testimoni privilegiati.

Articolazione dei capitoli

Per rispondere alle domande di ricerca il lavoro verrà strutturato in tre parti. Nella prima – capitoli primo e secondo – sarà ricostruito il quadro teorico mentre nella seconda parte – capitolo terzo – e nella terza – capitoli quarto e quinto – verranno illustrati i contributi empirici, rispettivamente a livello macro e a livello micro.

Nel dettaglio, i primi due capitoli ricostruiranno il dibattito attorno al tema e all'evoluzione della varietà dei capitalismi e delle teorie sulla *corporate governance*. Il primo capitolo, inoltre, insieme a una breve ricognizione del dibattito sulla letteratura di matrice economica, si concluderà con un richiamo al filone del neoistituzionalismo sociologico. Nel nostro approccio, infatti, se il riferimento alla letteratura economica è utile per mettere in evidenza gli elementi di somiglianza e di differenza tra i diversi approcci – soprattutto rispetto al concetto di “istituzione”, non riconducibile a mero adattamento strumentale, ed a quello di “efficienza”, considerato come socialmente costruito –, la ricostruzione del dibattito sul neocorporativismo sarà utile per introdurre alcuni strumenti concettuali potranno essere applicati nelle analisi empiriche. A questo proposito, i concetti di isomorfismo – coercitivo, normativo e mimetico – consentiranno sia di ricostruire l'evoluzione del sistema bancario italiano come processo socialmente costruito sia di leggere alcune decisioni strategiche in chiave sociologica.

In maniera analoga al primo capitolo, dopo aver fornito una breve ricostruzione delle caratteristiche e dei limiti dei differenti modelli di governo delle imprese, il secondo

capitolo si concluderà con una rassegna sui principali contributi delle ricerche sociologiche sul tema. A questo proposito, non soltanto torneranno utili i concetti introdotti nelle analisi precedenti, ma la ricostruzione del percorso che ha portato all'affermazione delle nuove concezioni nei confronti del governo delle imprese, consentirà di indagare ulteriori elementi, come la dimensione politica e relazionale, integrando così cultura, reti e interessi. I restanti capitoli hanno invece una natura empirica. Nel terzo capitolo forniremo una ricostruzione dell'evoluzione degli assetti proprietari e delle strategie bancarie a livello europeo mentre le pagine successive si concentrano su una prospettiva micro.

Dopo avere ricostruito lo schema analitico proposto da Dore [2000] focalizzeremo quindi l'attenzione sull'evoluzione degli assetti proprietari in Europa e sui limiti del modello anglosassone. Anche in questo caso, la prima parte del capitolo sarà soprattutto basata sulla ricostruzione della letteratura accademica, mentre nel terzo paragrafo, utilizzando la metodologia proposta da Pierobon [2009], realizzeremo un'analisi empirica sui bilanci delle principali banche europee, al fine di saggiare le ipotesi della convergenza. In altre parole, utilizzando l'analisi di bilancio, è possibile indagare il livello di intermediazione e finanziarizzazione degli attivi come *proxy* del processo di convergenza verso il modello anglosassone delle differenti strategie.

Il quarto e il quinto capitolo hanno invece una natura micro, essendo concentrati quasi esclusivamente sul contesto istituzionale italiano. L'obiettivo è infatti disaggregare il dato presentato nel terzo capitolo per dimostrare la presenza di eventuali strategie differenziate nel campione di banche preso in esame.

Tuttavia, mentre il quarto capitolo avrà una natura principalmente storica, necessaria per descrivere l'evoluzione nel tempo del concetto di banca – con il passaggio alle concezioni di “banca come impresa” e di banca come intermediario mobiliare –, il quinto capitolo alla dimensione quantitativa affiancherà un approfondimento di tipo qualitativo. Attraverso una serie di interviste a testimoni privilegiati, che hanno ricoperto posizioni di rilievo all'interno dei diversi istituti e che al tempo stesso presentano un profilo al confine tra il management e l'accademia, sarà quindi possibile indagare il ruolo delle dimensioni sociali prima richiamate.

In questo caso, dopo aver presentato le analisi sui bilanci in maniera disaggregata per i tre istituti presi in esame – Unicredit, Intesa SanPaolo e Monte dei Paschi di Siena –,

cercheremo di fornire una spiegazione sociologica delle differenze ipotizzate. Il meccanismo della spiegazione sociologica, infatti, necessita di variabili *ad hoc* – frutto di “processi sociali” – che spiegano la diversa conformazione del fenomeno della finanziarizzazione degli attivi. A questo proposito, torneranno utili i concetti presentati nel capitolo primo, rispetto alle pressioni isomorfiche ed alla presunta performatività delle teorie economiche, nonché le riflessioni sulle origini e gli attori delle trasformazioni che hanno riguardato le principali imprese statunitensi.

Le nostre analisi, che hanno una natura prevalentemente esplorativa, sembrano confermare le ipotesi fatte. A livello macro, infatti, nonostante la presenza di un’evoluzione simile tra i principali intermediari presi in esame, il ruolo giocato dai contesti istituzionali nazionali pare influenzare in maniera consistente le strategie delle banche indagate. Un discorso analogo può essere fatto anche per quanto concerne le caratteristiche della *corporate governance* delle imprese. In questo caso, però, più che la convergenza verso il modello anglosassone sembra essere in atto la creazione di un sistema ibrido, al confine tra i due modelli descritti.

La rilevanza della *path dependence* ha stimolato un approfondimento a livello micro del contesto italiano. Anche in questo caso, date le caratteristiche del sistema produttivo e finanziario nazionale, non sembra trovare conferma l’ipotesi di una graduale convergenza verso un modello unico di gestione delle imprese. Allo stesso tempo, nonostante il consolidamento del fenomeno di intermediazione e del processo di finanziarizzazione degli attivi bancari, l’analisi dei bilanci mostra un’evoluzione differente sia per il peso delle variabili osservate sia per la loro evoluzione nel tempo.

Ci siamo quindi domandati quali siano le origini del processo di trasformazione. L’approfondimento qualitativo ha così confermato la presenza di processi differenti a seconda degli intermediari presi in esame: mentre per Unicredit il ruolo giocato dalle caratteristiche del management ha sviluppato processi isomorfici di tipo normativo, per Intesa SanPaolo sembrano operare processi isomorfici di tipo mimetico. Diverso sembra infine il caso del Monte dei Paschi di Siena, dove il ruolo della dimensione politica esercitato attraverso la Fondazione pare influenzare in maniera consistente le scelte strategiche della banca; possiamo quindi parlare di isomorfismo mimetico.

Le interviste, infine, oltre a mettere in evidenza la debolezza dei soggetti esterni, e quindi la loro scarsa influenza sulle decisioni delle banche analizzate, sembrano confermare le ipotesi a proposito della performatività delle teorie economiche nell'indirizzare e nel legittimare il processo di trasformazione.

1. Il dibattito sulla varietà dei capitalismi

1.1. Dalla *political economy* comparata alla varietà dei capitalismi

A partire dagli anni '70 l'ascesa e il declino dello "stato sociale keynesiano" riportano l'attenzione della sociologia economica sui paesi più sviluppati. Con la crisi del modello di regolazione economica e sociale che aveva contribuito al grande sviluppo postbellico, infatti, la "political economy comparata" sviluppa un nuovo interesse per il ruolo giocato dal sistema di rappresentanza degli interessi nel fronteggiare e ridimensionare l'impatto di fenomeni quasi del tutto assenti nel trentennio precedente, come la presenza congiunta di inflazione e disoccupazione. Ad attirare nuovamente l'attenzione sulle questioni dello sviluppo economico – mettendo così in evidenza il ruolo dei fattori istituzionali – sono soprattutto le differenti capacità di reazione delle economie sviluppate alle nuove sfide.

Tuttavia, se nella prima fase il problema principale è legato alla spiegazione dell'origine dell'inflazione e, soprattutto, del suo grado di controllo, nel periodo successivo – in particolare a partire dagli anni '90 – questo approccio allargherà lo sguardo alla spiegazione della questione più generale del diverso livello di competitività dei differenti capitalismi. Così, se nei primi contributi viene data una maggiore enfasi alla dimensione politica e al ruolo dello stato, con una prospettiva di analisi prevalentemente a livello macro, nella spiegazione successiva il fuoco di ricerca, sottolineando le trasformazioni intervenute all'interno del modello fordista, pilastro dello sviluppo postbellico, cercherà invece di combinare aspetti macro e microeconomici.

L'attenzione sul ruolo del contesto sociopolitico consente così di mettere in evidenza un aspetto considerato cruciale nella spiegazione dell'inflazione. Attraverso la descrizione dei caratteri del sistema di rappresentanza degli interessi diventa infatti possibile comprendere perché i paesi anglosassoni, ma anche l'Italia, presentino un livello di inflazione e di conflittualità sociale, più elevato di quello registrato ad esempio nei paesi scandinavi, in Austria o Germania.

Per dare risposta a tali interrogativi vengono elaborati i concetti di neocorporativismo e concertazione, da contrapporre a quelli di pluralismo e politica di pressione. Nella descrizione delle specificità dei differenti approcci il punto di partenza è rappresentato da due dimensioni, tra loro indipendenti ma analiticamente distinte: i caratteri del sistema di rappresentanza, e quindi il livello di concentrazione e il grado di centralizzazione del potere di rappresentanza [Schmitter, 1974], e il processo di decisione e attuazione delle politiche pubbliche [Lembruch, 1977].

Tab. 1 – Pluralismo e neocorporativismo

	Sistema di rappresentanza		Processo di decisione politica
	Grado di concentrazione	Grado di centralizzazione	
Pluralismo	Basso	Basso	Politica di pressione <i>Lobbying</i>
Neocorporativismo	Alto	Alto	Concertazione

Fonte: Trigilia, 2009, 143

Per quanto concerne la prima dimensione, un sistema pluralistico si caratterizza per la presenza di un numero elevato di associazioni volontarie di piccole dimensioni, in genere specifiche e settoriali, in competizione tra loro. Ciò riduce la capacità di coordinamento, soprattutto tra settori diversi; di conseguenza anche il potere di rappresentanza sarà poco centralizzato, con strutture di vertice deboli o del tutto assenti.

Un sistema neocorporativo presenterà invece caratteri opposti, con un numero contenuto di grandi associazioni, capaci di raccogliere settori economici e categorie professionali differenti e quindi con un sostanziale monopolio – od oligopolio – della rappresentanza e una forte centralizzazione. La ridotta concorrenza tra le organizzazioni e la delega di alcune funzioni pubbliche da parte dello stato tendono inoltre a rendere di fatto “obbligatoria” una adesione che rimane formalmente volontaria.

Anche prendendo in considerazione la seconda dimensione i due modelli presentano caratteri distintivi. Così, se nel sistema pluralista l’elevata concorrenza tra le organizzazioni produce una politica di pressione sui differenti decisori, a loro volta inseriti in un “mercato politico” per la conquista del sostegno degli interessi organizzati, nel

sistema neocorporativo i meccanismi di decisione e attuazione delle politiche sono basati sulla concertazione.

Chiarite le caratteristiche dei due modelli possiamo adesso rispondere ai quesiti iniziali: perché il modello neocorporativo ha presentato performance migliori per quanto concerne il livello di inflazione e ha visto una minore conflittualità sociale?

L'ipotesi di fondo è che il neocorporativismo rappresenti il sistema più adatto per ridimensionare gli effetti perversi incontrati dagli assetti keynesiani in seguito al raggiungimento della piena occupazione. In questa prospettiva, le organizzazioni dei lavoratori, in virtù della possibilità di realizzare uno scambio politico con i governi centrali, sono spinti ad accettare la moderazione salariale ridimensionando così le spinte inflazionistiche [Pizzorno, 1977]. Nonostante ciò, il solo riferimento allo scambio politico non sembra essere di per sé sufficiente. Come abbiamo visto, infatti, per funzionare bene il modello neocorporativo necessita di altre due condizioni: un'elevata centralizzazione del potere, che consente di imporre una moderazione delle domande della base, e una bassa concorrenza tra organizzazioni, che riduce i comportamenti opportunistici.

In presenza di tali condizioni, oltre al riconoscimento istituzionale e l'eventuale delega di funzioni pubbliche, "il vantaggio principale va visto [...] nella possibilità di modificare a favore del lavoro i risultati dell'operare del mercato" [Regini 1991, 64]. In questa prospettiva, attraverso politiche pubbliche finalizzate alla piena occupazione e al miglioramento delle condizioni di lavoro, oltreché a politiche sociali e fiscali volte ad estendere la protezione dai principali rischi, le organizzazioni sindacali possono decidere di accettare la moderazione salariale.

Inoltre, quando si passa alla spiegazione empirica dei differenti assetti neocorporativi, particolarmente importanti risultano essere anche variabili di tipo culturale, come l'identità delle organizzazioni o la cultura politica dei governi e, per estensione, il grado di radicamento e accettazione del liberalismo.

Tuttavia, nonostante il successo del modello neocorporativo e l'enfasi di alcuni autori sulla presunta superiorità dello stesso rispetto al sistema pluralista – che nei decenni precedenti aveva rappresentato uno strumento di legittimazione e miglioramento dell'efficienza del sistema politico delle democrazie occidentali [Almond e Powell 1966] – a partire dai primi anni '80 inizieranno a prendere forma quei profondi mutamenti che

rafforzeranno la differenziazione tra capitalismo anglosassone, europeo e giapponese: nelle economie più sviluppate emerge da un lato, l'esigenza di controllare l'inflazione mettendo sotto controllo la spesa sociale e i salari mentre, dall'altro, a fronte dell'accresciuta concorrenza dei paesi emergenti in un contesto di globalizzazione economica, si registra la necessità di difendere l'occupazione e sostenere l'innovazione [Triglia 2009, 165].

Così, una volta riportata sotto controllo l'inflazione, l'attenzione si sposta sul ruolo delle caratteristiche istituzionali dei diversi paesi nella spiegazione della differente capacità di innovazione delle singole imprese. La dimensione macro della *political economy comparata* viene così integrata con i caratteri micro degli studi sulle trasformazioni del fordismo e sui nuovi modelli di produzione flessibile.

L'impostazione favorevole allo sviluppo di assetti neocorporativi, che aveva contraddistinto anche la maggior parte degli economisti istituzionalisti – impegnati nel tentativo di dimostrare come i “sistemi misti” fossero in grado di generare performance superiori a quelle del modello liberista anglosassone –, entra così in crisi a partire dagli anni '90, quando “il boom dell'economia americana, da un lato, e la crisi giapponese, dall'altro, destabilizzano lo schema teorico istituzionalista: mentre l'economia americana ritrova una seconda giovinezza, le economie che sembravano pronte al sorpasso rallentano vistosamente e vedono di nuovo aumentare la distanza che le separa dall'economia leader” [Bertoldi 2003, 366]

I problemi al centro dell'indagine diventano quindi: “in che modo è possibile spiegare le differenze nazionali nella natura dell'innovazione?” E ancora, “possiamo aspettarci che le pressioni concorrenziali dovute alla globalizzazione portino a una convergenza istituzionale?” [Hall e Soskice 2001; 2003].

Tuttavia, a differenza delle ricerche sul neocorporativismo, il filone della varietà dei capitalismi mette al centro dell'analisi le singole imprese e le loro strategie. L'ottica è di tipo relazionale e cerca di spiegare il successo delle aziende sulla base della capacità di coordinamento nelle diverse sfere economiche. Nella nuova prospettiva mutano anche le variabili esplicative; diventano così centrali: l'analisi delle caratteristiche delle *corporate governance*, la sfera delle relazioni industriali, la presenza di standard vincolanti definiti

in maniera congiunta, la dimensione della formazione e l'acquisizione di competenze, nonché l'analisi delle relazioni che si instaurano tra datori di lavoro e dipendenti.

Sulla base delle modalità di coordinamento delle dimensioni prima richiamate Hall e Soskice distinguono tra economie di mercato liberali (EML) ed economie di mercato coordinate (EMC), che costituiscono i tipi ideali all'estremità di un continuum lungo il quale si distribuiscono i vari paesi.

A questo proposito, i casi "estremi" di Germania e Stati Uniti rappresentano due esempi di come "le strutture istituzionali nazionali incorporate nei regimi di regolazione dell'organizzazione della political economy condizionino le strategie che le imprese tendono ad adottare per risolvere i principali problemi di coordinamento che si trovano a dover affrontare" [Hall e Soskice 2003, 342–343].

Per quanto concerne il sistema di *corporate governance*, nelle EMC l'accesso a un "capitale paziente", in parte indipendente dalla disponibilità al pubblico dei dati finanziari o dei rendimenti correnti, permette alle imprese sia la conservazione di forza lavoro qualificata nei momenti di congiuntura economica sfavorevole sia investimenti in progetti che genereranno rendimenti soltanto nel lungo periodo. La presenza di fitte reti tra manager e personale tecnico di un'impresa con le rispettive controparti di altre imprese¹ consente infatti la condivisione di informazioni che, indipendentemente dai criteri di bilancio, permettono di controllarne le performance aziendali. Inoltre, la regolazione in materia di titoli e le partecipazioni incrociate scoraggiano sia la massimizzazione della redditività a breve sia le acquisizioni ostili. Nei paesi a EML, come gli Stati Uniti, analoghe performance economiche vengono invece realizzate attraverso un coordinamento prevalentemente realizzato attraverso la gerarchia e mercati concorrenziali. I mercati per il controllo delle imprese (*market for corporate control*), ad esempio, incoraggiano le aziende a prestare attenzione ai profitti e al prezzo corrente delle azioni anche in virtù delle possibili scalate ostili che diventano più probabili con la diminuzione del valore di mercato di un'impresa. Le condizioni di finanziamento sono

¹ In Germania, ad esempio, le informazioni sulla reputazione e l'attività delle imprese si concretizzano anzitutto attraverso le strette relazioni che le imprese stesse instaurano con fornitori e clienti. In secondo luogo, particolarmente rilevante è la presenza di estese reti di partecipazioni incrociate. Infine, l'appartenenza alle associazioni di settore consente la raccolta di informazioni e il coordinamento di sfere cruciali come la fissazione di standard, il trasferimento tecnologico o la formazione professionale.

quindi diverse, prevalentemente legate alla valutazione dei mercati azionari ed espresse da investitori sulla base di informazioni pubbliche.

Anche il sistema delle relazioni industriali presenta caratteri differenti. Il sistema tedesco, ad esempio, fissa i salari attraverso contrattazioni di categoria tra associazioni datoriali e sindacali. La possibilità di uniformare le retribuzioni di soggetti con qualifiche analoghe consente da un lato, di ridimensionare le possibilità di “furto” tra le imprese e, dall’altro, di assicurare ai lavoratori il massimo guadagno possibile in cambio della “fedeltà” all’impresa; si tratta di un modello che, oltretutto, trova il suo complemento a livello aziendale nei consigli di fabbrica. Diversamente, nelle imprese delle EML è il mercato a organizzare il rapporto con la forza lavoro anche perché la maggiore debolezza degli attori collettivi rende difficile un coordinamento salariale che coinvolga l’intera economia. In presenza di mercati del lavoro fluidi diventa quindi più semplice l’assunzione o il licenziamento mentre sono scoraggiati i rapporti più a lungo termine. Di conseguenza, anche gli investimenti dei singoli individui sono soprattutto in abilità generiche, più semplici da trasferire e riadattate tra aziende diverse.

Il richiamo alla qualificazione della manodopera mette in evidenza la presenza e il ruolo dei sistemi scolastici e di formazione. Come abbiamo anticipato, se in Germania sono le controparti che si accordano a livello di settore per sovrintendere un sistema di formazione finanziato con i soldi pubblici che, oltre a ridurre il *free riding*, assicura la formazione di professionalità coerenti con le esigenze produttive, nelle EML l’investimento in abilità generiche e l’assenza di garanzie contro i comportamenti opportunistici ridimensiona la propensione imprese ad assumere apprendisti, contribuendo così alla creazione di un mercato del lavoro fluido e con rapporti di lavoro di breve durata. Anche il tema delle relazioni tra imprese viene declinato in maniera differente a seconda del modello. In Germania, ad esempio, attraverso relazioni reciproche viene stimolata la diffusione della tecnologia mentre la presenza di un sistema di finanziamento congiunto, che unisce imprese e istituti di ricerca, viene integrato da programmi organizzati dalle associazioni imprenditoriali con il sostegno dei fondi pubblici.

La presenza di standard tecnici comuni, promossi dalle associazioni di settore, oltre a diffondere le nuove tecnologie, contribuisce anche alla formazione di una conoscenza condivisa che facilita la collaborazione tra il personale di numerose aziende mentre le forti

associazioni di settore, insieme alla risoluzione delle controversie, incoraggiano la diffusione di contratti relazionali. Viceversa, nelle EML, anche in virtù della presenza di una rigorosa regolazione antitrust, le relazioni tra imprese si fondano su rapporti di mercato e contratti formali. In questo contesto, la tecnologia viene diffusa dalla mobilità delle figure più qualificate, mentre le innovazioni sono principalmente tutelate dalla concessione di diritti di sfruttamento e gli standard sono spesso definiti dalla competizione sul mercato.

In estrema sintesi, nelle EML le imprese coordinano le proprie attività prevalentemente attraverso la gerarchia e il mercato, in un contesto concorrenziale e di contrattazione formale [Williamson 1985]. Così, nonostante le relazioni di mercato si fondino anche su relazioni personali, di familiarità e fiducia [Granovetter 1985], la domanda e l'offerta di beni e servizi viene spesso determinata sulla base dei calcoli marginali illustrati dai neoclassici. Le istituzioni di mercato forniscono quindi un mezzo di coordinamento altamente efficace. Sul lato opposto si posizionano invece le EMC, dove le imprese dipendono in misura maggiore dal coordinamento strategico sia per l'organizzazione dei rapporti con gli altri attori sia per la generazione delle proprie competenze distintive. Tale modalità di coordinamento comporta solitamente un utilizzo più ampio di contratti relazionali, il monitoraggio nei network attraverso informazioni private e un maggior ricorso a forme di cooperazione piuttosto che di competizione [Hall e Soskice 2003, 342]. Dal punto di vista teorico, questa breve ricognizione mette anzitutto in evidenza tre elementi che caratterizzano la letteratura sulla varietà dei capitalismi [Trigilia 2009, pp. 296–297].

Il primo aspetto pone l'accento sull'origine non contrattuale delle istituzioni. Come abbiamo visto vi è infatti una “logica istituzionale”, ovvero un certo grado di coerenza e integrazione tra le diverse dimensioni, che riflette una comune matrice culturale formatasi storicamente [Hollingsworth e Boyer 1997]. Lungo questa prospettiva, anche la riflessione sulla capacità di adattamento delle economie alle nuove sfide, come accade ad esempio con il processo di globalizzazione, riflette le caratteristiche del percorso storico precedente, ridimensionando così la plasmabilità del patrimonio istituzionale ereditato dal passato.

Il secondo aspetto da prendere in considerazione è invece legato al ruolo delle complementarità istituzionali. Si tratta, in altre parole, della presenza di determinate istituzioni che tendono a collegarsi sistematicamente con le altre. In un sistema macroeconomico, “due istituzioni possono essere definite complementari se la presenza (o l’efficienza) di una aumenta il rendimento (o l’efficienza) dell’altra” [Hall e Soskice 2003, 347]. Ad esempio, dove il sistema finanziario permette di ottenere capitale indipendentemente dalla redditività corrente è più probabile che si determinino relazioni di lavoro a lungo termine. Viceversa, in presenza di mercati finanziari che consentono un rapido trasferimento del capitale, la presenza di mercati del lavoro fluidi determina un aumento dei rendimenti delle imprese [Aoki 1994]. L’esistenza di complementarità istituzionali può quindi svilupparsi in diversi ambiti e ciò contribuisce alla spiegazione del perché, pur in presenza di performance economiche di lungo periodo simili, variazioni sistematiche si verificano per altre dimensioni, come ad esempio accade con il livello di disuguaglianza nella distribuzione dei redditi o con le capacità di innovazione delle imprese.

Il terzo aspetto da prendere in considerazione è legato alla dimensione di analisi. La letteratura sulla varietà dei capitalismi, infatti, pur mettendo al centro dei suoi contributi le imprese e le loro strategie, pone l’attenzione sulla dimensione nazionale. Così, se le imprese “sono attori la cui risposta aggregata agli sviluppi dell’economia internazionale dà luogo alla performance economica nazionale” [Hall e Soskice 2003, 341], allo stesso tempo “il rilievo dato al percorso storico nel plasmare il patrimonio istituzionale porta [...] a sottolineare il ruolo che lo stato nazionale continua ad avere nel definire un complesso istituzionale dotato di una sua integrazione e specificità” [Triglia 2009, 297]. L’obiettivo diventa quindi la comprensione di come le economie capitalistiche, sulla base del coordinamento e delle connessioni tra le strategie delle imprese ed il sostegno istituzionale disponibile, producano specifiche politiche economiche e raggiungano determinate performance. Attraverso il ricorso al concetto di vantaggio comparato istituzionale², diventa possibile spiegare perché alcuni paesi si specializzino in

² Secondo gli autori, i principali tentativi di specificare il ruolo delle istituzioni si sono concentrati solamente sul contributo delle relazioni di mercato e sul contesto giuridico all’interno del quale esse operano, trascurando così il ruolo delle relazioni non di mercato, che hanno ricevuto una maggiore

determinate produzioni o in determinati prodotti. L'idea di fondo è che tali specializzazioni siano direttamente riconducibili al sostegno istituzionale che le differenti economie danno a specifiche attività, e dunque alle differenti strategie innovative delle imprese. La distinzione cruciale diventa quindi tra “innovazione incrementale”, con miglioramenti contenuti ma continui sia nei prodotti che nei processi, e “innovazione radicale”.

Le economie di mercato coordinate³, proprio in virtù delle dinamiche relazionali prima richiamate, dovrebbero mostrarsi migliori nel promuovere l'innovazione incrementale. Infatti, un contesto istituzionale dove da un lato, l'organizzazione aziendale è tale da garantire ai lavoratori sicurezza del posto di lavoro, autonomia personale, elevata qualificazione e opportunità di influenzare i processi produttivi e, dall'altro, dove esiste un'elevata collaborazione tra imprese, clienti e fornitori, la diffusione di innovazioni incrementali trova un ambiente particolarmente favorevole.

Viceversa, un contesto istituzionale come quello delle economie liberali di mercato, caratterizzate da mercati del lavoro fluidi e con competenze immediatamente disponibili, dalla presenza di vasti mercati azionari contraddistinti da un azionariato diffuso – che consente l'acquisizione e la vendita delle imprese – e in virtù del ruolo assegnato ai manager nella gestione aziendale, favorisce l'investimento in business innovativi e di conseguenza la diffusione di innovazioni radicali.

1.2. I nuovi contributi al dibattito sulla varietà dei capitalismi

A partire dagli anni 2000 la discussione sulla varietà dei capitalismi si arricchisce di nuovi contributi lungo tre principali direzioni [Trigilia, 2009, pp. 313–324].

Il primo fronte di discussione vede un confronto sulle difficoltà incontrate dal modello proposto da Hall e Soskice [2001] nel ricomprendere alcuni casi nazionali rilevanti, non

attenzione dalla letteratura sui sistemi nazionali di innovazione [Dosi et al. 1998; Porter 1990], in cui generalmente si analizzano i fattori di vantaggio assoluti [Hall e Soskice 2003, 349].

³ Hall e Soskice riconducono all'interno delle EMC Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Islanda, Germania, Giappone, Olanda, Norvegia, Svezia e Svizzera mentre fanno parte delle EML Australia, Canada, Irlanda, Nuova Zelanda, Regno Unito e Stati Uniti [Hall e Soskice, 2001, pp. 19-20]

facilmente riconducibili alla dicotomia di economie coordinate o economie liberali di mercato. Esistono infatti paesi come Francia, Italia, Spagna, Portogallo e Grecia che si pongono in una posizione ambigua, riconducibile a una variante “mediterranea” di capitalismo. Tale modello è contraddistinto dalla presenza di un forte intervento statale, da forme di coordinamento non di mercato nel finanziamento alle imprese e da una gestione più “liberale” nella sfera delle relazioni industriali [Hall e Soskice, 2001, p. 21; Rhodes, 1997].

Ciò consente da un lato, di individuare varietà di capitalismo “intermedie” o *mixed-market economies* (MMEs) e, dall’altro, di descrivere economie di mercato emergenti (EMEs) [Hancké, Rhodes e Thatcher, 2007, pp. 3–38]. Inoltre, la maggiore centralità attribuita allo Stato – il cui ruolo veniva ignorato nell’originario approccio dualistico – consente di individuare quattro tipi ideali di coordinamento sulla base del livello di frammentazione delle organizzazioni di interessi, da un lato, e del rapporto tra stato ed economia, dall’altro. Così, se il caso inglese e quello tedesco possono essere facilmente ricondotti alla dicotomia originaria, per la Francia fino al 1990 viene coniato il concetto di dirigismo (*étatisme*) mentre Italia, Spagna e alcune economie emergenti vengono raggruppate all’interno del modello di “stato che compensa” (*compensating state*).

In maniera analoga Amable [2003], prendendo in considerazione differenti sfere istituzionali – mercato dei prodotti e governo delle imprese, lavoro e relazioni industriali, sistema finanziario, welfare e sistema di protezione sociale ed educativo –, individua cinque modelli di capitalismo contemporaneo⁴.

A questo proposito è interessante notare come il contributo di Amable, sottolineando la presenza di modelli eterogenei, ovvero non riconducibili in maniera organica ad una specifica logica istituzionale, consenta di introdurre il secondo filone di discussione. Le nuove tipologie di capitalismo proposte hanno infatti sollevato interrogativi di natura teorica sul ruolo della complementarità istituzionale nelle performance delle esperienze dei singoli contesti nazionali.

⁴ Il modello “incentrato sul mercato”, di cui fanno parte Stati Uniti, Regno Unito, Australia e Canada, quello “socialdemocratico”, con Danimarca, Finlandia e Svezia, il modello “europeo continentale”, composto da Germania, Francia, Belgio e Austria, quello “mediterraneo”, con Spagna, Portogallo, Grecia e Italia e, infine, il modello “asiatico”, nel quale vengono ricompresi Giappone e Corea.

Da questo punto di vista la questione principale si concentra sul rapporto tra livello di integrazione dei sistemi istituzionali e performance economiche. Distinguendo tra complementarità istituzionale – ovvero un sistema nel quale il funzionamento di un’istituzione condiziona positivamente il funzionamento di un’altra – e isomorfismo – dove tutte le istituzioni funzionano sulla base della medesima logica – è così possibile individuare tipi puri e, analogamente a quanto indicato da Hancké, Rodes e Thatcher, casi misti, mettendo in evidenza come i primi non funzionino necessariamente meglio dei secondi.

Il terzo filone di analisi, infine, di fronte alla crescita del fenomeno della globalizzazione, ha messo in discussione il rapporto tra istituzioni nazionali e strategie imprenditoriali. Lungo questa prospettiva, in virtù dei condizionamenti esercitati dal processo di globalizzazione – e, in particolare, dalla crescente integrazione dei mercati finanziari –, le diversità nazionali tenderebbero a ridursi nel tempo producendo una graduale convergenza dei differenti sistemi nazionali. L’attenzione si è così spostata dalla valutazione, spesso controversa, della performance economica dei differenti modelli alla misura della reale capacità delle istituzioni nazionali di condizionare il comportamento delle imprese in un contesto globale [Triglia, 2009, pp. 317–318]. Si tratta, in altre parole, di mettere al centro una nuova dimensione: quella del mutamento dei vari tipi di capitalismo⁵.

A questo proposito Hall e Soskice avevano individuato nelle pressioni esterne legate alla crescente concorrenza internazionale un fattore di rafforzamento dei due modelli di capitalismo. Così, nelle economie liberali, data la prevalenza di risorse meno vincolate a forme di regolazione, la volontà di recuperare margini di profitto, ridimensionati dalla crescente concorrenza, avrebbe sostenuto un rafforzamento dei meccanismi di mercato e dunque ulteriori deregolamentazioni. Il fenomeno opposto si sarebbe invece dovuto verificare nelle economie coordinate. In questo caso, infatti, dato il peso maggiore della regolazione, gli attori sarebbero stati spinti a rafforzare i meccanismi di coordinamento, aumentando così i vincoli all’*exit*.

⁵ Uno dei limiti principali all’approccio alla varietà dei capitalismi è stato individuato nella presunta “staticità”. La comparazione delle performance temporali è infatti realizzata nell’arco di un quarantennio che ha visto profonde trasformazioni nella composizione del PIL dei diversi paesi, grandi sbalzi nei livelli di disoccupazione, di inflazione e di crescita. In questo senso, se alcune interazioni strategiche sono rimaste invariate, altre hanno però subito cambiamenti profondi [Bertoldi 2003, 373].

Di conseguenza, nell'ipotesi degli autori, le pressioni sviluppate dalla sempre maggiore apertura internazionale dei mercati e dalla crescente concorrenza internazionale, avrebbero spinto i singoli contesti nazionali a specializzarsi in attività e in prodotti corrispondenti alle capacità di innovazione nazionali. L'approccio alla varietà dei capitalismi mette quindi in discussione la visione convenzionale della globalizzazione che, prefigurando una sostanziale deregolamentazione nelle istituzioni economiche di tutti i paesi, conduce a una convergenza tra i vari modelli. In questo senso, non solo la "globalizzazione dovrebbe rafforzare la specializzazione e le istituzioni che la sostengono (ma) si determina una pressione al cambiamento delle istituzioni (solo) quando le istituzioni esistenti non forniscono più il massimo vantaggio comparato" [Hall e Soskice 2003, 356].

La migliore capacità dei capitalismi puri di resistere agli shock esterni ha tuttavia suscitato molte riserve sia per quanto riguarda il comportamento delle imprese manifatturiere sia – e forse in misura maggiore – per quello degli operatori finanziari. Infatti, se nei capitalismi non coordinati il processo di globalizzazione economica ha realmente prodotto un'ulteriore deregolamentazione, nel caso dei capitalismi coordinati non si riscontra invece un rafforzamento della regolazione. In Germania e Giappone, ad esempio, a differenza di quanto ipotizzato da Hall e Soskice, non si registra un rafforzamento di quei meccanismi di coordinamento tra banche e imprese tipici delle relazioni di lungo periodo mentre, viceversa, è possibile osservare la crescita di una componente finanziaria legata alla borsa. Il dibattito sulla varietà dei capitalismi e la loro trasformazione non è tuttavia legato soltanto alla tradizione della sociologia economica. Negli ultimi anni, infatti, anche la teoria economica ha riservato una crescente attenzione ai differenti tipi di capitalismo⁶. In

⁶ Poiché tradizionalmente l'analisi economica comparata si concentrava sul binomio capitalismo-socialismo, con la repentina caduta dei sistemi a economia pianificata e il loro graduale avvicinamento all'economia di mercato, si riteneva si sarebbe verificata la "fine della storia" [Fukuyama, 1999], con il rafforzamento del predominio dell'economia liberale e la conseguente convergenza verso il modello "vincente". Nonostante ciò, l'analisi comparata dei sistemi economici è sopravvissuta, diversificandosi e cercando nuovi campi di ricerca nell'analisi delle transizioni delle economie pianificate, nell'evoluzione dei paesi a diverso grado di sviluppo e nel confronto tra i differenti capitalismi. Si è quindi diffusa una visione dove le forze di mercato, non operando in un *vacuum* sociale e statico, devono essere storicizzate e ricollegare concettualmente ai diversi assetti istituzionali, agli ordinamenti giuridici e alle scelte di individui e organizzazioni in tema di investimento e concorrenza. In questo filone di studi si distinguono sostanzialmente tre scuole. La prima, di carattere più tradizionale, è nota come "*Comparative Economic Systems*"; l'altro approccio, denominato *Comparative Institutional Analysis*, si rifà invece al filone della "Nuova economia istituzionale" e nega l'impostazione neoclassica del sistema ideale – che essa faceva sostanzialmente coincidere con il mercato –; il terzo filone, infine, è quello della "Nuova economia comparata" il cui

questo quadro, una particolare attenzione è stata dedicata all'analisi comparata dei sistemi finanziari e, in particolare, al rapporto tra *corporate governance* e mercati finanziari⁷.

Tuttavia, a differenza della letteratura di matrice sociologica, la categorizzazione utilizzata in ambito economico fa ricorso alla distinzione tra sistemi prevalentemente “basati sui mercati” o *market-based* (MB) e sistemi prevalentemente “basati su intermediari” o *bank-based* (BB), nell'allocazione delle risorse finanziarie [Tab. 2].

principale obiettivo è lo studio delle diversità morfologiche del capitalismo [Castelnuovo, 2005, pp. 46-50].

⁷ “Fin dalle sue origini (infatti) la letteratura (economica) in tema di sistemi finanziari si è prevalentemente concentrata sugli aspetti relativi ai rapporti tra finanza e industria [...] secondo una linea di pensiero che include l'analisi sulle molteplici forme di finanziamento delle imprese” [Castelnuovo, 2005, 25].

Tab. 2 - Il finanziamento delle imprese

Confronto tra sistemi finanziari	
<i>Fondati sui mercati</i>	<i>Fondati sulle banche</i>
Grande numero di investitori	Ruolo rilevante di poche banche per ogni impresa
Titoli, capitale di rischio	Ricorso al debito
Investitori interessati al valore delle azioni e non alla gestione	Fornire credito ma anche consulenza e partecipare alla gestione dell'impresa finanziata
Mercati molto liquidi, investitori possono vendere azioni senza incorrere in costi troppo elevati (<i>exit</i>), quindi scarso interesse a sviluppare forme dirette di monitoraggio	Monitoraggio (<i>voice</i>) costoso ma giustificato dalle relazioni ripetute nel tempo; si riducono asimmetria informativa e costi di agenzia
Orientamento al breve / miopia degli investitori (<i>short terminism</i>)	Relazioni di lunga durata, stabili tra banca e impresa che ne favoriscono la crescita
Il corso delle azioni contiene le informazioni rilevanti e quindi scarso interesse per il singolo investitore a raccogliere altre informazioni sull'impresa	Incentivo a raccogliere informazioni per assicurare i propri crediti e per individuare i clienti più affidabili con quali instaurare relazioni di lungo termine
Obblighi di <i>disclosure</i> / informazioni sono pubbliche	Poca trasparenza nelle informazioni e nel rapporto tra banca e impresa
Controllo sul management <i>ex post</i> : punizione per chi non gestisce bene l'impresa	Controllo sul management <i>ex ante</i> : natura relazionale del rapporto, si forniscono consigli, si cerca di evitare la cattiva gestione
Scalate ostili sono uno dei meccanismi per disciplinare il management; costi non trascurabili delle scalate	Interventi diretti dalla banca, rischio collusione tra banca e management; frequenti interventi di rifinanziamento da parte della banca per evitare il fallimento
Consente una crescita rapida anche in assenza di asset rilevanti da dare in garanzia	La crescita è meno rapida ma può essere molto apprezzabile

Fonte: Trento [2012], 44.

Non è questo l'ambito per ricostruire il dibattito teorico che ha contraddistinto l'approccio economico; quello che qui preme sottolineare è come, nonostante le differenti impostazioni, sia in contributi sociologici sia quelli economici sviluppano la medesima classificazione dei paesi. Così, "le *banking economies* si caratterizzano per una modesta

proporzione di società quotate in borsa, elevato grado di concentrazione della proprietà e relazioni di lungo periodo tra banche e industria, mentre le *market economies* evidenziano una più elevata proporzione di società quotate, bassa concentrazione proprietaria e relazioni di breve periodo tra banche e industria [...]. Alla prima tipologia appartengono Germania e Giappone ed alla seconda Usa e Gran Bretagna” [Castelnuovo, 2005,27].

Ciò consente la creazione di una tipizzazione sintetica delle “regolarità empiriche” che caratterizzano l’atteggiamento delle banche nei due differenti modelli [Castelnuovo, 2005, 30]. Nel caso delle *banking economies* le banche:

- hanno un ruolo preponderante nel finanziamento delle imprese, con relazioni di lungo periodo e sovente con partecipazione al loro capitale. Le relazioni con la clientela sono quindi personalizzate nella formulazione contrattuale e per questo più opache;
- effettuano impieghi sia a breve che a medio e lungo termine in un contesto caratterizzato da un minore livello di concorrenza;
- svolgono un’ampia gamma di attività diversificate e presentano, oltre a un più elevato livello di concentrazione, una dimensione maggiore;
- godono di maggiore potere contrattuale e posizione di forza.

Mentre, nelle *market economies*:

- effettuano impieghi prevalentemente a breve termine e si osserva un elevato e generalizzato livello di concorrenza tra intermediari e una reale interazione tra mercati e intermediari;
- i mercati dei titoli pubblici sono meno sviluppati perché minore è la presenza dello Stato in economia mentre i mercati dei derivati sono più spessi e più liquidi per il frequente ricorso ai fini di gestione del rischio assunto operando sui mercati;
- è più elevato il numero di società quotate e la capitalizzazione della borsa; si ha una maggiore disponibilità di informazioni sulle società quotate e, in genere, un livello di trasparenza dei mercati superiore.
- in conseguenza di regole rigide sulle transazioni, i sistemi contabili sono più accurati, sviluppati e dettagliati mentre è frequente il ricorso a

strumenti standardizzati; le relazioni con la clientela sono più “anonime” e flessibili;

- i mercati svolgono anche una rilevante funzione nel mutamento degli assetti proprietari e di controllo societario; si ha una migliore tutela di investitori, creditori e di azionisti di minoranza.

È comunque interessante notare come alcune ricerche empiriche mettano in discussione uno dei capisaldi delle economie *bank-based*, confermando, almeno in apparenza, la crescita della componente finanziaria legata alla borsa: infatti, malgrado il sistema finanziario tedesco sia tradizionalmente un sistema banco centrico, con relazioni di lungo periodo tra impresa e *Hausbank* – la banca di riferimento – che permettono alle due controparti di sviluppare una conoscenza reciproca approfondita, nel caso delle grandi imprese quotate il finanziamento degli investimenti avviene soprattutto attraverso l'autofinanziamento e non mediante il ricorso al debito bancario. Così, tanto per le grandi imprese industriali tedesche quanto per quelle inglesi, dal punto di vista aggregato, le modalità di finanziamento degli investimenti sembrano essere le stesse a prescindere dallo specifico modello di proprietà e controllo⁸ [Gros-Pietro, Reviglio e Torrisi, 2001, pp. 305–307].

1.3. Quale futuro per la varietà dei capitalismi?

Lungo questa prospettiva la ricerca di Dore [2000] descrive le trasformazioni intervenute negli ultimi decenni nel caso tedesco e in quello giapponese, mettendo in

⁸ Si tratta di una conclusione che “contraddice la teoria delle informazioni asimmetriche la quale sostiene che l'accesso superiore delle banche tedesche alle informazioni del credito alle imprese, grazie alla loro partecipazione al consiglio di sorveglianza, dovrebbero portare le imprese tedesche ad avere una quota superiore di debito bancario rispetto a quelle inglesi” [Gros-Pietro, Reviglio e Torrisi, 2001, 307]. Una spiegazione del fenomeno può tuttavia essere ricondotta proprio alle trasformazioni descritte da Dore [2001, 2009] che individuano nel capitale sempre meno “paziente” e nell'impostazione “a breve” del management i principali elementi che rimettono in discussione il modello tedesco. In questo senso, le trasformazioni emerse nella ricerca di Gros-Pietro *et al.* paiono suffragare l'ipotesi della convergenza verso il modello anglosassone degli assetti proprietari e della *corporate governance* dei modelli continentali.

evidenza la tendenza delle banche di questi paesi ad assumere caratteri organizzativi e strategie sempre più simili a quelle delle banche anglosassoni.

Tale fenomeno viene ricondotto a due ordini di fattori. Il primo, di natura strutturale, spiega la trasformazione con la graduale apertura dei mercati finanziari e lo sviluppo delle tecnologie di comunicazione. Ciò spingerebbe le banche a diversificare le forme di investimento, con il conseguente ridimensionamento delle attività tradizionali a favore di quei prodotti finanziari – certamente più rischiosi ma allo stesso tempo più redditizi – tipicamente utilizzati delle banche di investimento statunitensi. Le economie coordinate sembrerebbero quindi sperimentare la stessa trasformazione che avrebbe dovuto caratterizzare le economie liberali. Come abbiamo anticipato, l'ipotesi di Hall e Soskice [2001, 2003] è che nelle economie meno regolate, davanti a una riduzione dei margini derivante dalla crescente concorrenza internazionale, coloro che detengono risorse mobili cercheranno di recuperare le i guadagni perduti investendo in altri paesi – nel caso di imprese manifatturiere – o spostando il capitale verso altri impieghi ritenuti più remunerativi. Allo stesso tempo però anche le imprese, soprattutto quelle più grandi, cercheranno nuove fonti di finanziamento meno costose nel mercato finanziario internazionale, con ripercussioni significative sul modello di *corporate governance*. La ricerca di nuovo capitale a un prezzo più contenuto trasforma così la struttura finanziaria delle imprese, ridimensionando la quota detenuta dalla banche in favore degli investitori istituzionali, con un conseguente indebolimento del rapporto di lunga durata.

Il secondo fattore, invece, ha una natura prevalentemente culturale ed è strettamente connesso con la crescente internazionalizzazione della cultura economica. Le esperienze nei paesi anglosassoni, sia formative che di lavoro, tendono infatti a riprodurre e legittimare proprio la dottrina delle economie non coordinate; da questo punto di vista, come vedremo nelle pagine successive quando illustreremo il contributo del neoistituzionalismo sociologico nella spiegazione della performatività delle teorie economiche, un modello può affermarsi non tanto sulla base di una effettiva superiorità in termini di efficienza quanto piuttosto in virtù di un processo di costruzione sociale della legittimità. A questo proposito, «Callon [1998] e Steiner [1999] introducono un importante elemento di riflessione riguardo al ruolo che le teorie e le conoscenze

economiche a disposizione degli attori esercitano nell'influenzare le loro decisioni» [Mutti, 2008, 24], non soltanto riducendo l'incertezza ma, soprattutto, prescrivendo un cambiamento che se ha successo, contribuisce esso stesso alla realizzazione del cambiamento descritto. Inoltre, l'incorporazione della teoria economica nella tecnologia ha accentuato il carattere «performativo» dei modelli economici⁹, ovvero la capacità della teoria economica di modellare l'economia reale [Callon, 1998; 2007; Mackenzie, 2006]¹⁰.

Queste tendenze, che dagli anni Ottanta hanno caratterizzato i paesi anglosassoni e che nei decenni successivi si sono gradualmente estese – con una forte accelerata negli ultimi venti anni – alle economie coordinate, hanno un elemento in comune, la pressione congiunta di mercato e finanza: *marketization plus financialization*. Le conseguenze di tale trasformazione possono essere così riassunte: nell'azione economica la centralità della logica di mercato riduce il ruolo della regolazione, degli usi e dei costumi e della fiducia derivante da obbligazioni personali. In questo contesto i mercati finanziari – per loro natura impersonali – assumono un ruolo di guida anche perché una quota sempre maggiore di individui vede nei titoli finanziari una componente rilevante della loro ricchezza, mentre la diffusione di rubriche su “finanza e famiglia” spinge a considerare il reddito da capitale al pari di quello da lavoro. Nelle economie industriali e postindustriali, infatti, anche grazie al maggiore impegno dei governi nella promozione di una «cultura azionaria», una quota sempre maggiore del reddito viene accumulata da coloro che operano nel settore finanziario [Dore, 2009, 17]. Accanto a ciò, le incertezze dei mercati finanziari consentono una crescita di un settore dei servizi ad essi strumentali – analisi, consulenze, valutazioni, pubblicità – con due principali conseguenze per quanto concerne il mercato del lavoro: da un lato, anche grazie al ruolo dei computer, si sostituiscono più rapidamente i lavoratori meno

⁹ I fenomeni di performatività rimangono comunque estremamente difficili da misurare empiricamente e richiedono la specificazione e l'accettazione di ipotesi aggiuntive, legate ai diversi casi concreti [Burlando, 2008, pp. 2-3].

¹⁰ Si verifica così una situazione, secondo l'espressione coniata da Merton, di «profezia autoavverantesi» in base alla quale «l'evoluzione dei prezzi diventa autoreferenziale in quanto credere – anche senza fondamento – in una tale evoluzione è sufficiente a realizzarla e la successiva osservazione dei prezzi, che oggettivizzano questa evoluzione, non fa altro che confermarla» [Steiner, 1999, 107].

specializzati mentre, dall'altro, il nuovo settore assorbe una quota crescente di manodopera altamente qualificata.

Tuttavia, prima di proseguire, conviene soffermarsi su alcuni nodi critici del ragionamento di Dore. Anzitutto, come nota Salvati [2001, pp. 7–19], pur identificando in maniera chiara le pressioni che spingono al mutamento il modello tedesco e quello nipponico, l'autore non sviluppa a monte una riflessione sulle motivazioni del declino degli assetti neocorporativi. Lungo questa prospettiva, per comprendere il diverso ruolo dei fattori causali nelle spinte al cambiamento, occorre prima di tutto illustrare per quali ragioni il modello tedesco e quello giapponese non riescono negli anni Novanta a ripetere le performance registrate nei decenni precedenti mentre successivamente, come faremo nel terzo capitolo, conviene interrogarsi sulla reale portata del processo di convergenza.

Così, sebbene le pressioni alla convergenza verso il modello anglosassone siano visibili e sempre più intense, l'idea di uno sbocco istituzionale comune non è così scontata. In una prospettiva di sociologia economica, infatti, “ci sono buone ragioni per supporre che le tendenze della globalizzazione si accompagneranno a mutamenti istituzionali significativi e alla ridefinizione dei confini tra i diversi modelli di organizzazione dell'economia. Tuttavia, le differenze istituzionali e le loro conseguenze per l'economia e la società non verranno meno” [Trigilia, 2009, 335]. Viene quindi presupposto il raggiungimento di equilibri multipli, piuttosto che di un unico equilibrio che si afferma in maniera graduale e inesorabile¹¹.

Nonostante ciò non vi è alcun dubbio che oggi, tanto la liberalizzazione dei movimenti di capitali quanto la crescente integrazione dei mercati finanziari, ridimensionino in maniera consistente le possibilità dei singoli paesi di ricorrere in maniera autonoma a politiche tradizionali di tipo keynesiano. Accanto a ciò dobbiamo inoltre registrare come negli ultimi anni la spinta all'uniformità si sia gradualmente estesa alle politiche microeconomiche.

Così, se a livello macroeconomico sembrano essere ancora possibili alcuni margini di autonomia, la spinta all'uniformità nelle politiche microeconomiche, modificando la

¹¹ Lungo questa prospettiva è stata proprio una ricerca coordinata dallo stesso Dore [1996] a mostrare come, almeno fino a pochi anni fa, fosse possibile perseguire obiettivi macroeconomici comuni con istituzioni e politiche economiche diverse.

regolazione: a) sull'organizzazione e gli obiettivi dell'impresa; b) sull'organizzazione delle banche e dei mercati finanziari; c) sul comportamento dei fondi pensione e, di conseguenza, su aspetti centrali del sistema di welfare; d) sul mercato del lavoro e sull'organizzazione della produzione, tocca "la stessa struttura del capitalismo e dunque (incide) sulla libertà di organizzarlo secondo i diversi modelli nazionali"¹² [Salvati, 2001, 10].

Perché, si domanda Salvati, sia sul versante macro che su quello micro, il processo di convergenza sembra premiare il modello anglosassone? Perché "la netta superiorità del modello anglosassone in termini di sviluppo e innovazione si è manifestata proprio nella seconda metà degli anni Novanta, mentre il modello giapponese si avvitava su se stesso in un ristagno senza fine e quello tedesco forniva risposte appena mediocri"?

Per rispondere ai quesiti conviene spostare l'ottica di analisi su due livelli. Il primo, di natura teorica, mette al centro la riflessione sulla trasformazione del capitalismo globale. In altre parole, ci si domanda se la svolta tra le due fasi del capitalismo postbellico – che negli anni Ottanta ha condotto dalla *Golden age*, nella quale la diversità dei capitalismi poteva esprimersi liberamente, al capitalismo finanziario e a una regolazione a favore del mercato, con i suoi correlati macroeconomici e le trasformazioni tecnologiche e organizzative – non fosse un'esigenza reale di una nuova fase di sviluppo, e per questo inevitabile. Il secondo livello di analisi, invece, ha una natura più empirica e tocca tre elementi chiave che contribuiscono a spiegare le trasformazioni intervenute. Il predominio dell'impostazione anglosassone si concretizza infatti in tre ambiti cruciali: tecnico-economico, ideologico e politico.

Quanto al primo punto conviene mettere in evidenza due elementi distinti. Anzitutto, dal punto di vista economico, l'idea dell'emersione di una nuova fase dello sviluppo del capitalismo sembra trovare conferma in due fenomeni strutturali: si tratta da un lato, del processo di saturazione del mercato dei beni di massa e, dall'altro, dell'intensificarsi della concorrenza proveniente dai nuovi paesi industrializzati, soprattutto asiatici; un

¹² Come vedremo, si tratta di elementi che, seppur considerati in maniera isolata soltanto a fini analitici, anche in virtù della "complementarità istituzionale", sono nella realtà tra loro strettamente interconnessi; pensiamo, ad esempio, agli effetti recenti che lo sviluppo dei fondi pensioni hanno avuto tanto sui mercati finanziari quanto sul modello di welfare.

fenomeno che – come vedremo nel prossimo capitolo – concorrerà a spiegare alcune trasformazioni nella *corporate governance* delle imprese americane.

Nonostante ciò, le analisi degli anni Novanta, pur sottolineando la migliore performance in termini occupazionali dei capitalismi di matrice anglosassone, mettono in evidenza un quadro più eterogeneo. Per quanto riguarda il capitalismo americano possiamo infatti osservare un modello che, pur in presenza di alcune punte molto innovative nell'industria e nel settore dei servizi alle imprese e finanziari, è stato capace di creare occupazione – anche grazie alle possibilità derivanti dal processo di deregolamentazione dei rapporti di lavoro – soprattutto nel settore terziario a basso valore aggiunto. Ciò ha finito per produrre una crescente diseguaglianza tra i redditi aumentando la polarizzazione sociale, un fenomeno che parte della letteratura economica ha comunque interpretato in termini positivi: la polarizzazione del reddito e la riduzione della pressione fiscale per le fasce privilegiate avrebbe infatti giovato alla collettività facendo “gocciolare” i frutti della crescita economica anche sulle famiglie meno abbienti¹³ (effetto *trickle-down*). Tuttavia, una siffatta impostazione, oltre ad avere un fondamento teorico fragile – poi smentito dai fatti – rappresenta “una delle cause [...] che ha stimolato – almeno negli Stati Uniti – un eccessivo indebitamento da parte delle famiglie” [Barucci e Messori, 2012, 27]. La polarizzazione dei redditi¹⁴ e gli effetti del debito sulle famiglie rappresentano inoltre un elemento cruciale nella discussione sulla sostenibilità del modello nel lungo periodo¹⁵.

¹³ A questo proposito si veda Quiggin [2012].

¹⁴ “Molti economisti ritengono che esista un *trade-off* tra efficienza ed equità: non si potrebbero avere simultaneamente di più di tutti e due questi obiettivi. [...] La visione che ha dominato gli anni Ottanta e Novanta è stata quella secondo la quale le azioni che i governi tipicamente possono intraprendere per ridurre le ineguaglianze favorendo una più equa distribuzione del reddito [...] generano inevitabilmente delle distorsioni nel mercato che riducono l'efficienza e ciò a sua volta fa diminuire il tasso di crescita del prodotto, riduce la crescita dell'occupazione e quindi abbassa la ricchezza complessiva del sistema. [...] Le crescenti diseguaglianze e la caduta della domanda causata dal consolidamento fiscale vennero compensate da nuove possibilità di indebitamento delle famiglie e delle imprese. Per descrivere questo nuovo corso economico si è usata l'espressione “keynesismo privatizzato”: al posto del deficit e dell'indebitamento pubblico si favorisce la spesa a debito dei privati” [Trento, 2012, pp. 56-62; Streeck, 2011].

¹⁵ I sociologi, infatti, a differenza degli economisti – più propensi a vedere il mercato come dotato di una naturale tendenza alla stabilità –, “considerano in genere l'economia di mercato come intrinsecamente instabile, o meglio, per essere più precisi, come tendente continuamente a destabilizzare la società nella quale opera, cosicché essa può continuare a funzionare solo nella misura in cui tale effetto destabilizzante è controllato da fattori esogeni: in particolare, dall'influenza

Il secondo livello di analisi, invece, si focalizza sulle ragioni della prevalenza dell'impostazione anglosassone in tre ambiti chiave: nell'ambito tecnico-economico, con il superamento delle teorie keynesiane allora incapaci di spiegare cosa stesse accadendo; nell'ambito ideologico, "rendendo popolari le loro idee e diffondendole ben al di là del dibattito teorico degli economisti" e, infine, in quello politico, portando al governo – in maniera democratica – quei partiti conservatori che avevano adottato un'impostazione simile rispetto al ruolo dello stato in economia e, in maniera più generale, nei confronti della questione del riparto dei compiti tra stato e mercato [Salvati, 2001, 15].

Negli anni Settanta si manifestano infatti una serie di tensioni che rimettono in discussione il processo di stabilizzazione economica e sociale. Così, accanto a una generale ripresa del conflitto e alla repentina crescita dei tassi di inflazione si osserva la diminuzione della crescita della produzione mentre torna a salire la disoccupazione; si tratta di un fenomeno inedito che prenderà il nome di stagflazione. In questo nuovo contesto il keynesismo appare in palese difficoltà, incapace di spiegare la presenza congiunta di elevata inflazione e disoccupazione [Triglia, 2009, pp. 104–105].

Ricostruito il contesto, possiamo quindi tentare di formulare alcune ipotesi rispetto all'evoluzione delle tre dimensioni prima richiamate. Perché la nuova impostazione si affermò tanto a livello accademico quanto a livello ideologico e politico? A livello accademico la ragione principale del successo del neomonetarismo deve essere ricercata nel ruolo che esso ha svolto nello sviluppo di una tradizione di grande prestigio com'era quella della "sintesi neoclassica"; in altre parole, il contributo di Friedman rappresenta l'estremo punto di approdo di un percorso di riassorbimento e generalizzazione già di fatto iniziato con l'impostazione precedente¹⁶. Dalla "sintesi

integrativa di valori condivisi [...] o da qualche forma di "coordinamento imperativo" imposto dal governo" [Goldthorpe 1978, 194].

¹⁶ Quello che qui è interessante notare è come "i tentativi di "normalizzazione" dell'eresia keynesiana" [Zamagni, Screpanti, 1989, pp. 299-319], iniziati immediatamente dopo la pubblicazione della Teoria generale, siano proseguiti – nel tentativo di consentirne il riassorbimento e la generalizzazione – per una ventina di anni dopo la fine della guerra. Tale impostazione si trova quindi a essere rimessa in discussione lungo due fronti: da un lato, con il tentativo degli economisti della "sintesi neoclassica" di reincanalare la teoria nell'alveo marginalista e, dall'altro, con l'impegno profuso dalla "scuola di Chicago" e, successivamente, dai teorici delle "aspettative razionali", per una sua sostituzione. A questo proposito è interessante notare come le tesi di Friedman, nonostante lo scalpore suscitato – soprattutto da parte di neoclassici keynesiani –, manifestino una continuità con i fondamenti teorici

neoclassica”, infatti, i monetaristi prima e i teorici delle aspettative razionali poi, hanno ripreso l’impostazione teorica – l’equilibrio economico generale walsariano – e l’idea che, in un mondo di prezzi flessibili e individui razionali, l’impostazione di Keynes sarebbe venuta meno [Zamagni, Screpanti, 1989, pp. 318–319]. Ciò può essere ricondotto all’ambizione degli economisti di controllare il ciclo economico e quindi garantire una crescita stabile; un’aspirazione che nel dopoguerra si è manifestata concretamente in almeno due occasioni: con “i seguaci di Keynes dalla seconda metà degli anni Cinquanta fino alla fine degli anni Sessanta (e con) i sostenitori della Nuova Macroeconomia Classica dalla fine degli anni Ottanta al 2007. In ambedue i casi, essi sono stati smentiti dalla realtà in modo clamoroso” [Barucci e Messori, 2012, 83].

Per quanto riguarda le altre due dimensioni, quella ideologica e quella politica, la definizione di confini è molto più sfumata. Tuttavia, lungo l’impostazione che abbiamo fino ad ora seguito, la ragione della conquista dell’egemonia del neomonetarismo deve essere ricercata nella dimensione politica: “da una parte la stagflazione di quegli anni sembrava dar ragione ai monetaristi [...] (che) offrivano una ricetta semplice per risolvere tutti i problemi: bloccare l’espansione monetaria e deflazionare l’economia. E ciò piaceva non solo ai politici dalla mente semplice, ma anche ai più avveduti; come quelli che, ad esempio, non credendo alla tesi monetarista secondo cui i sindacati non sono responsabili dell’inflazione, pensavano che le politiche monetariste potessero servire comunque per dar loro una lezione” [Zamagni, Screpanti, 1989, p. 314].

In altre parole, se i neomonetaristi erano stati in grado di dispiegare una potente artiglieria retorica, sul terreno politico l’efficacia di tale impianto è stata esaltata dal trionfo del neoconservatorismo dell’era di Reagan e della Thatcher. In questo senso, l’oscillazione del pendolo tra Stato e mercato ha nel tempo risentito dell’influsso delle scienze economiche e politiche che, in quanto scienze sociali, si sono sviluppate dal punto di vista teorico in stretta connessione con i fatti storici: “così come è difficile negare una relazione tra lo sviluppo della teoria delle aspettative razionali e il fenomeno della stagflazione degli anni Settanta, è innegabile che vi sia un nesso tra

della “sintesi neoclassica”. “In realtà Friedman si è semplicemente limitato a trarre le estreme conseguenze logiche delle premesse della “sintesi neoclassica”, gli apparenti motivi di dissenso riguardano prevalentemente certe ipotesi sulla grandezza di alcuni parametri economici” [Zamagni, Screpanti, 1989, p. 313].

l'ondata di privatizzazioni e di liberalizzazioni degli anni Ottanta e Novanta e lo sviluppo in quegli anni della teoria dei contratti ottimi e dei rapporti principale-agente” [Barucci e Pierobon, 2010, pp. 42–43].

Si tratta, come vedremo nel terzo paragrafo del prossimo capitolo, di un’impostazione simile a quella proposta da Dobbin [2005] nella spiegazione della trasformazione che ha investito le grandi imprese americane negli anni Ottanta e Novanta del XX secolo. Quello che qui interessa sottolineare è lo stretto legame che si genera tra cultura, reti e interessi e come il ruolo di alcune teorie economiche possa contribuire, anche attraverso il circuito delle università, delle *business school* e dei media specializzati, al processo di costruzione sociale della legittimità di un nuovo modello¹⁷.

Nella nostra impostazione infatti, nonostante la centralità accordata alla dimensione culturale, il ruolo della teoria economica, agendo da collettore, viene inquadrato come strumento di legittimazione. In questo senso, infatti, il “potere politico delle idee economiche” viene inserito in una dimensione più ampia che integra cultura, reti e interessi. Questo passaggio ci consente di separare le due diverse prospettive teoriche. «Vi sono cioè contributi che guardano alla dimensione cognitiva della cultura e cercano di ricostruire l’influenza sulla formazione delle decisioni, e altri che insistono maggiormente sulle risorse di legittimazione che la cultura offre per la riproduzione dei mercati» [Trigilia, 209, 261]. Seguendo la seconda prospettiva, il «radicamento economico delle relazioni economiche» [Callon, 1998], ovvero «il valore delle conoscenze economiche a disposizione degli agenti diventa evidente quando si studia [...] l’evoluzione delle concezioni di gestione efficiente» [Steiner, 1998, 109].

¹⁷ Una lettura in parte diversa viene fornita da Forsyth e Notermans [1996]. In questo caso se da un lato viene messo in evidenza il ruolo della dimensione politica – intesa come controllo sull’economia – nella spiegazione di come l’avversione “nei confronti dell’inflazione non (fosse) solo dei conservatorie thatcheriani e dell’indipendente banca centrale tedesca, ma anche dei responsabili di politica economica socialdemocratici in Scandinavia”, dall’altro viene ridimensionato il ruolo del “potere politico delle idee economiche”. Così, se “non c’è alcun dubbio che trasformazioni importanti della teoria economica accompagnano il mutamento istituzionale e le politiche di intervento” un’analisi più attenta suggerisce che tale legame sia troppo debole. Da questo punto di vista “il monetarismo può aver fornito una giustificazione teorica al cambiamento della politica monetaria in molti paesi, ma sarebbe fuorviante considerare queste trasformazioni [...] come guidate dalla teoria economica o realizzate in aderenza ad essa”. Tale prospettiva legittima la posizione di Salvati, più incline a identificare nel passaggio allo *shareholder value* un’esigenza “strutturale profonda, legata ad un difficile passaggio di fase del capitalismo” [Salvati, 2001, 15].

1.4. Una lettura sociologica delle trasformazioni: il contributo del neoistituzionalismo

Nelle pagine precedenti abbiamo richiamato il contributo delle ricerche sul tema della varietà dei capitalismi soffermando l'attenzione sulle spinte alla convergenza verso il modello anglosassone. Da questo punto di vista, nella descrizione dei principali fattori causali – strutturali e culturali – abbiamo scelto di concentrare l'attenzione – pur evidenziando i limiti e le critiche a tale approccio – sulla dimensione culturale e, in particolare, su quei processi che favoriscono e legittimano l'adozione di un nuovo modello istituzionale.

L'attenzione alla dimensione culturale può infatti contribuire a sviluppare una lettura sociologica dei processi di mutamento sia a livello macro che a livello microeconomico. Così, se nei prossimi capitoli ricostruiremo il dibattito sull'“organizzazione e gli obiettivi dell'impresa” e “sull'organizzazione delle banche e dei mercati finanziari”. Conviene prima di tutto introdurre alcuni concetti chiave che, come vedremo, torneranno utili nella spiegazione dei cambiamenti intervenuti negli ultimi decenni.

Analogamente a quanto fatto nelle pagine precedenti, l'evoluzione del dibattito che ha accompagnato lo sviluppo del neoistituzionalismo sociologico verrà ricostruita sviluppando un continuo riferimento alle evoluzioni della letteratura di matrice economica. Tale scelta trova la sua ragion d'essere in un duplice obiettivo: da un lato, consente di mettere in evidenza le diversità tra le due discipline per quanto concerne l'utilizzo e il significato del concetto di istituzione¹⁸ e, dall'altro, permette di rimarcare le differenze rispetto al ruolo dell'efficienza nello sviluppo e diffusione dei differenti assetti istituzionali. Si tratta di una riflessione che tornerà utile soprattutto nella parte empirica del lavoro, quando cercheremo di fornire una lettura sociologica delle trasformazioni nella regolazione e nelle strategie dei principali gruppi bancari italiani.

¹⁸ Nel linguaggio sociologico il concetto di istituzione si riferisce a un insieme di fenomeni più ampio di quello che solitamente viene preso in esame. Per istituzioni si intende infatti “un complesso di norme sociali che orientano e regolano il comportamento e si basano su sanzioni che tendono a garantirne il rispetto da parte di altri soggetti”. Il significato di istituzione non riguarda quindi le collettività concrete – le organizzazioni – poiché include anche il sistema di regole che fondano tali collettività e ne rendono possibile il funzionamento [Triglia, 2002, pp. 17-18].

Per quanto concerne l'evoluzione del dibattito teorico, davanti al declino del modello fordista che aveva dominato il grande sviluppo post-bellico, anche la teoria economica si misura con i nuovi confini emersi tra mercato e organizzazione. Ciononostante il filone economico, pur condividendo le critiche alla microeconomia tradizionale, considerata troppo astratta per spiegare concretamente l'organizzazione economica, insiste sulla natura contrattuale delle istituzioni. La nuova visione, pur riproponendo un approccio strumentale, ha comunque il pregio di iniettare «una salutare dose di realismo nelle assunzioni tipiche della teoria microeconomica¹⁹» [DiMaggio, Powell, 1991a, 7]. Nel nuovo istituzionalismo economico il concetto di «transazione» diventa lo strumento per sviluppare una lettura delle istituzioni economiche – intervenendo su un terreno tradizionalmente riservato alla sociologia – come reti tra soggetti volti a massimizzare il proprio interesse. A differenza del modello neoclassico si ipotizzano però costi di transazione variabili che, sulla base di condizioni di incertezza e asimmetrie informative, creano i presupposti per comportamenti opportunistici. Emerge allora «una varietà di accorgimenti contrattuali volti a ridurre i costi di transazione che si presentano nelle varie situazioni di scambio economico. La varietà delle forme di organizzazione dell'economia risponde dunque a una logica di miglioramento dell'efficienza delle transazioni» [Triglia, 1989, 131].

Tuttavia, a dispetto dell'intuizione di andare al di là dei modelli convenzionali, anche nei saggi successivi al 1975 Williamson ripropone un'analisi che di fatto esclude la dimensione sociale delle transazioni [Williamson, 1975; 1985; 1986]. L'economia dei costi di transazione, scegliendo di appoggiarsi a contributi non sempre ortodossi, ha comunque contribuito a smarcarsi dai tradizionali modelli di equilibrio, rafforzando l'influenza di un approccio storico-evolutivo all'interno della teoria economica. In questo senso particolarmente interessante è la riflessione sviluppata da North [1990, 2005] che, pur partendo da premesse simili a quelle di Williamson e Coase [1937, 1988], pone una maggiore enfasi sulla dimensione macro delle istituzioni e sulla dimensione culturale e cognitiva della razionalità. Ma anche in North, come in tutti gli

¹⁹ A questo proposito «l'economia dei costi di transazione ovvero lo studio delle istituzioni economiche del capitalismo travalica il mondo ideale dell'economista, ma così pure quello ideale del giurista e dello studioso dell'organizzazione, singolarmente presi, e rappresenta un mondo in cui economia, diritto ed organizzazione di sovrappongono e si alimentano a vicenda» [Turvani, 1998, 16].

approcci economici allo studio delle istituzioni, la questione degli incentivi – e quindi delle regole regolative – rimane centrale²⁰ [Barbera e Negri, 2008; Magatti, 1997; Trigilia, 1989]

Questo passaggio ci consente un collegamento tra il neoistituzionalismo di matrice economica e il filone neoistituzionalista della nuova sociologia economica. Infatti, come nota Trigilia, i contributi di Powell e DiMaggio [1991] presentano «degli elementi di somiglianza [...] rispetto agli interessanti sviluppi della teoria evoluzionista in economia, in particolare al contributo di Nelson e Winter [1982]. Questi autori criticano da una prospettiva economica la nuova economia istituzionale. Essi vedono il comportamento delle imprese come governato da *routine* che si formano nel tempo, e costituiscono una sorta di equivalente dei geni in biologia» [Trigilia, 2009, 271]. Le *routine* sono quindi fondamentali per plasmare la percezione che gli attori hanno della realtà circostante. In altre parole, attraverso le *routine* le imprese cercano di adattarsi agli stimoli del mercato che in ogni caso rimane il principale meccanismo di selezione delle scelte. In questa maniera vengono premiate le imprese che riescono ad adattarsi meglio senza però far necessariamente scomparire quelle meno efficienti.

Le differenze tra teoria economica evolutiva e neoistituzionalismo sociologico sono legate al fatto che per il neoistituzionalismo sociologico lo sviluppo delle *routine* ha principalmente una natura relazionale piuttosto che atomistica, essendo influenzato dalle istituzioni presenti in un determinato ambiente. Anche il meccanismo di selezione è visto dai sociologi in maniera differente. L'evoluzione e la selezione non sono necessariamente legate al mercato ma possono subire l'influenza dello stato o di standard professionali prevalenti, soprattutto nel caso di organizzazioni meno sottoposte alla concorrenza. In altre parole, come vedremo, il neoistituzionalismo è più interessato allo studio di comportamenti omogenei di imprese e organizzazioni, mentre

²⁰ I «modelli economici (e politici) sono strettamente connessi a particolari insiemi di vincoli istituzionali [...] sono fortemente sensibili alle trasformazioni dei vincoli [...] e (alla) relativa struttura degli incentivi. I paesi del terzo mondo sono poveri perché i vincoli istituzionali definiscono un sistema di ricompense [...] incapace di stimolare l'attività produttiva» [North, 1990; trad. it 1994, 159]. Così «anche quando le istituzioni non sono conformi alle richieste di un dato ambiente, esse possono continuare a esistere perché in prospettiva, come suggerisce North, i vantaggi di un cambiamento sono superati dai suoi costi. Quindi per North i costi di transazione del mutamento istituzionale rappresentano per le istituzioni una sorta di «cuscinetto di protezione» » [DiMaggio e Powell, 1991a, 9].

il filone evoluzionista, secondo un approccio schumpeteriano, focalizza la sua attenzione principalmente sulle differenze individuali [Magatti, 1997].

Allo stesso tempo anche l'introduzione da parte di Williamson di variabili non economiche, come le propensioni psicologiche degli individui, segue un percorso diverso dal quello della sociologia economica. Anzitutto, gli elementi richiamati – come razionalità e opportunismo – non possono essere considerati come dati, ma rappresentano orientamenti cognitivi e normativi frutto di processi di costruzione sociale. Così, «il concetto sociologico di capacità imprenditoriale esprime anche la variabilità della razionalità limitata in campo economico, e lo stesso opportunismo è condizionato, nelle sue espressioni concrete, dalla (presenza) [...] di istituzioni politiche che possono limitarne o rafforzarne la diffusione» [Triglia, 2009, 241]. In secondo luogo, le istituzioni non possono essere considerate come frutto di adattamenti razionali alle esigenze delle transazioni. Anzitutto, tale prospettiva trascura l'influenza dei fattori culturali e politici, nonché delle reti sociali, rispetto all'origine e all'affermazione dei differenti modelli; in secondo luogo si sottovaluta la persistenza di assetti organizzativi meno efficienti che tendono a riprodursi proprio in virtù dei legami con il contesto istituzionale²¹.

In termini più generali, «la sociologia economica mette in luce la varietà istituzionale compatibile con la logica del mercato, da cui discende l'interesse per l'analisi comparata degli assetti delle moderne economie, nei suoi rapporti con la struttura sociale, il sistema politico, le basi culturali» [Magatti, 1997, 472].

Tuttavia, se nell'approccio strutturale la collocazione nella struttura delle relazioni prevale sulla motivazione dei soggetti, la posizione dei neoistituzionalisti – fortemente influenzata dalla svolta micro e dallo sviluppo della psicologia cognitiva – cerca di

²¹ Così, «soprattutto per la concezione, insieme impoverita e illuminista, delle istituzioni, sostanzialmente ridotte alle sole strutture di governo delle transazioni, senza considerazione di quelle informali e di contesto; e nello stesso tempo ipotizzate come interamente disponibili alla progettazione degli attori [...], senza attriti né vincoli di sorta, in base ai soli calcoli di convenienza – seppur cognitivamente limitati –» [Bordogna, 1994, 332], si sviluppa una visione nella quale non vi è spazio per istituzioni inefficienti, evidenziando così il problema più generale del funzionalismo latente della nuova economia istituzionale: le conseguenze socialmente utili tendono ad essere realizzate e la spiegazione di tale esito deve essere necessariamente ricercata nella loro utilità. [Elster, 1994].

mettere in evidenza il ruolo autonomo dei fattori culturali²². Le azioni umane, quindi, si radicano e trovano senso in un più ampio sistema istituzionale che si può chiamare *tout court* società²³ [Bonazzi, 2000].

Accanto all' *embeddedness* strutturale, ed al ruolo esercitato dalle reti di relazioni sullo scambio e sui fenomeni economici, devono quindi essere considerate anche l' *embeddedness* cognitiva – con attenzione ai limiti della razionalità di fronte ai problemi di incertezza, complessità e costi dell'informazione –, culturale – con attenzione al ruolo svolto da valori, norme, ideologie nella costituzione e strutturazione delle relazioni di scambio – e politica – che riguarda il ruolo svolto dall'azione politica e gli effetti delle asimmetrie di potere sull'azione economica²⁴ – [Zukin e DiMaggio, 1990; Barbera e Negri, 2008].

Ciò enfatizza la dimensione cognitiva delle istituzioni; in altre parole, viene dato maggiore rilievo alle regole «costitutive» rispetto a quelle «regolative» [DiMaggio, 1994; Magatti, 1997; Trigilia, 2009]. Possiamo infatti individuare tre differenti tipi di regole «socialmente condivise»: le regole regolative, basate su sanzioni; le regole normative, fondate su obblighi morali; e le regole costitutive, legate a rappresentazioni e schemi cognitivi condivisi. Così, se gli approcci economici pongono una maggiore enfasi sulle regole regolative – cioè su incentivi costruiti intenzionalmente e mirati alla risoluzione dei problemi connessi con l'efficienza economica – il neoistituzionalismo sociologico pone maggiore attenzione alle regole normative e costitutive. Un insieme di

²² L'istituzione mercato, ad esempio, – considerata insieme allo stato burocratico, alla democrazia, alla famiglia nucleare e alla religione cristiana come una delle istituzioni più importanti della società occidentale [Friedland e Alford, 1991, trad. it. 2000, 313] – è essenzialmente un sistema culturale che serve a generare e misurare valore; ma poiché esistono dimensioni fondamentali della vita economica, come il prestigio, che non sono misurabili soltanto con i prezzi, una condizione meramente utilitaristica dell'azione non può essere considerata sufficiente.

²³ Friedland e Alford [1991] vedono inoltre la società come un sistema di istituzioni che condizionano la vita pratica e i sistemi simbolici attraverso i quali i soggetti stessi definiscono e conferiscono senso alla propria attività, caricandola di significato e organizzando lo spazio e il tempo. Sulla base di questo approccio, le istituzioni finiscono per definire la fatticità del mondo circostante.

²⁴ Diversamente da Zukin e DiMaggio Magatti [1997] nota come la distinzione di quattro forme di *embeddedness* sviluppi una classificazione che non riesce a tendere conto del livello di analisi. È dunque necessario separare il livello micro da quello macro e focalizzare l'attenzione sulle due radici micro dell' *embeddedness*, quella cognitiva e quella strutturale.

azioni può infatti dirsi istituzionalizzato proprio quando riesce a fare meno delle sanzioni e delle regole formali²⁵.

Il punto di partenza della nostra analisi diventa così l' «ambiente istituzionale», ovvero un «insieme relativamente coerente ed efficace di regole socialmente condivise cui un attore sociale è confrontato» [Parri, 1996, 125]. Come abbiamo anticipato, questo richiamo ad attori sovraindividuali chiama in causa tanto la dimensione macro della *political economy* quanto la dimensione micro del neoistituzionalismo [Barbera e Negri, 2008, 91]. Sulla base di questa premessa, anche l'azione economica non massimizza un generico «interesse» individuale, ma si limita a perseguire la proiezione interna di una situazione esterna in larga parte assunta come data. L'*embeddedness* cognitiva si riferisce quindi a un insieme di regolarità strutturate nei processi mentali che limitano l'esercizio del ragionamento economico e consentono di mettere in evidenza da un lato, il ruolo delle regole routinarie – largamente date per scontate –, nell'orientare il comportamento e, dall'altro, la funzione di schemi interpretativi e repertori di azione condivisi che aiutano a definire le identità e gli interessi individuali, oltre che le modalità per perseguirli, cioè le regole «regolative». I vincoli istituzionali rendono così l'azione *ragionevole*, fornendo agli individui «repertori con cui costruire le proprie motivazioni e la propria identità; (definendo) ciò che ha valore [...] e le regole attraverso cui ciò che ha valore viene perseguito e collettivamente redistribuito» [Magatti, 1997, 464]. Il coordinamento delle azioni individuali e il funzionamento della vita economica devono quindi essere ricondotte alla presenza di categorie mentali che regolano e orientano i comportamenti concreti. Da questo punto di vista, le scelte compiute derivano essenzialmente dalla concezione che abbiamo di noi stessi e del nostro ruolo, nonché dalle opportunità che percepiamo²⁶.

²⁵ Ad esempio, «in una partita di calcio è possibile pensare alle regole regolative come alle regole associate al comportamento falloso – ammonizione o espulsione –; alle regole normative come ai principi di giustizia e lealtà sportiva che dovrebbero informare il comportamento delle squadre di calcio; ed alle regole costitutive come schemi condivisi che definiscono le caratteristiche stesse del gioco del calcio [...]. La negazione delle regole costitutive [...] porterebbe a definire un altro gioco» [Barbera e Negri, 2008, 67].

²⁶ Come abbiamo anticipato, questa posizione è direttamente riconducibile alla svolta micro in sociologia e allo sviluppo dell'economia cognitiva. Ma, nonostante gli elementi comuni, le due scuole si contrappongono su un punto centrale: mentre per gli psicologi cognitivisti l'approccio cognitivo modifica ma non elimina lo spazio di azione, per i sociologi le regole costitutive e le *routine*,

Così, «normalità delle pressioni istituzionali alla conformità dell'azione e criteri di azione fondati più sul potere rassicurante delle *routine* che non sull'intrinseca bontà di norme e valori, formano dunque il *frame* – inteso al tempo stesso come contesto sociale e come cornice istituzionale nel quale, attraverso la codificazione dei loro ruoli e identità, si sviluppano gli obiettivi degli attori, – in cui nasce e ha fortuna il neoistituzionalismo» [Bonazzi, 2000, XI].

I soggetti individuali e collettivi non si basano unicamente né sulla posizione occupata all'interno dei reticoli sociali – come sostenuto dagli strutturalisti – né rincorrono una rigorosa scelta razionale delle soluzioni più efficienti – esistono infatti differenti modi di razionalità localmente dominanti –, ma si affidano a quelle soluzioni che vengono considerate legittime e appropriate in un dato contesto nel quale si collocano le loro relazioni sociali. In altre parole, il neoistituzionalismo «implica il rifiuto dei modelli dell'attore razionale, un interesse delle istituzioni in quanto variabili indipendenti, un'attenzione alle spiegazioni dei processi cognitivi e culturali e una curiosità nei confronti delle proprietà delle unità di analisi sovraindividuali che non possono essere ridotte ad aggregazioni o a dirette conseguenze di caratteristiche o ragioni individuali» [DiMaggio e Powell, 1991a, 15]. Possiamo così osservare un attore post-parsoniano e post-funzionalista che agisce in virtù di *routine* prese per buone, convenzioni che consentono la prevedibilità delle scelte e quindi mappe cognitive assunte per ragioni pratiche, nonché per il bisogno di conferire un senso ad azioni specifiche senza molte preoccupazioni per la loro coerenza interna²⁷ [Bonazzi, 2000].

Per questo vengono privilegiati gli studi comparati; l'intento è infatti quello di mettere in evidenza le aree di omogeneità nelle forme di organizzazione economica e spiegare

intrecciandosi con il sistema culturale, definiscono gli schemi di azione e sviluppano differenti forme di «isomorfismo istituzionale».

²⁷ A questo proposito, DiMaggio e Powell suggeriscono un esempio da opporre ai modelli di azione razionale e al modello parsoniano di azione, il caso dell'automobilista che lungo l'autostrada si ferma in un ristorante nel quale pensa di non fare più ritorno. «Un automobilista razionale non lascerà mai la mancia, pensando che il cameriere, seppur contrariato, non avrà l'opportunità di sanzionare il suo comportamento. Un automobilista parsoniano lascerà una mancia perché avrà interiorizzato l'idea che questo è un bene; il cameriere e l'automobilista si sorrideranno apprezzandosi reciprocamente per la giusta performance di ruolo prodotta. Anche l'automobilista descritto dalla teoria dell'azione pratica lascerà una mancia, perché così si fa, ma non vivrà alcuna esperienza di entusiasmo. Se l'automobilista della teoria dell'azione pratica non ci pensa, potrà dimenticarsi di lasciare una mancia [...] o potrà lasciarne una e essere felice di farlo [...], ma nella maggior parte dei casi non dedicherà alla cosa molti pensieri» [DiMaggio e Powell, 1991; trad. it. 2000, 38].

l'inerzia degli assetti organizzativi nonché la possibile persistenza, nel caso sussistano le condizioni sociali adatte alla loro riproduzione, di formazioni economiche anche con livelli di inefficienza relativamente elevati – senza contare che, in alcune situazioni, l'efficienza e la produttività non possono nemmeno essere misurate –. Così, se il vecchio istituzionalismo poneva l'accento sulla dimensione politica e sul conflitto tra interessi contrapposti, la scuola neoistituzionale focalizza l'attenzione tanto sui rapporti che si creano tra stabilità e legittimità quanto sul potere di precomprensioni che, seppur condivise, solo raramente vengono esplicitamente tematizzate²⁸.

Cambia tuttavia il problema fondamentale alla quale dare risposta: «per quale ragione le organizzazioni dello stesso tipo sono tutte così simili tra loro?». La ridefinizione del problema modifica l'impianto concettuale dell'approccio neoistituzionale. Anzitutto viene meno il funzionalismo latente che portava a vedere le organizzazioni come sistemi organici con bisogni primari; cade anche la centralità occupata dall'analisi del potere, così come il pessimismo che portava a vedere le organizzazioni condannate a tradire gli scopi originari. Infine, il riconoscimento dei processi cognitivi e la presenza di una rete diffusa di influenze reciproche, sviluppa una visione più articolata, multidimensionale e non esclusivamente cognitiva²⁹ [Bonazzi, 2002; Magatti, 1997, Trigilia, 2009].

Il punto di svolta può essere individuato in un articolo di Meyer e Rowan [1977] nel quale viene proposto il concetto di isomorfismo³⁰. Il nuovo approccio introduce un

²⁸ Con il neoistituzionalismo si vuole quindi marcare sia la novità rispetto al vecchio approccio sia la continuità con un'idea del ruolo centrale giocato dalle istituzioni. Per una ricostruzione delle principali differenze tra vecchio e nuovo istituzionalismo sociologico si veda Powell e DiMaggio [1991].

²⁹ Due sono infatti le principali premesse teoriche da cui parte il neoistituzionalismo. La prima, critica il modello di Parsons per non essere riuscito a realizzare un distacco completo nei confronti dell'utilitarismo. Da qui l'adesione alla prospettiva aperta con la svolta dell'entometologia e della fenomenologia, pur prendendo le distanze dall'*overreaction* nei confronti di Parsons che ha contraddistinto l'approccio micro. La seconda premessa teorica porta invece alla sostituzione della nozione di socializzazione con quella di istituzionalizzazione, più adeguata per cogliere il legame tra attore e contesto [Magatti, 1997].

³⁰ La ricerca del 1975 sul sistema scolastico americano aveva messo in luce come l'impossibilità di controllare l'effettiva efficacia degli insegnamenti avesse portato alla creazione di precisi parametri in base ai quali, più che la reale preparazione, si «misuravano» le convinzioni socialmente prevalenti su cosa fosse l'efficacia formativa; così, vista l'impossibilità di controllare empiricamente i risultati, lo sviluppo e la legittimazione di tali convinzioni equivaleva soltanto a un «mito». In conseguenza di ciò, la valutazione prodotta non rappresenta altro che l'adesione a un cerimoniale di procedure stabilite per

ipotesi rivoluzionaria: essendo i contesti di azione altamente istituzionalizzati, le organizzazioni, per essere considerate efficienti, non seguono criteri propri di razionalità ma si adeguano a convinzioni e procedure suggerite dall'ambiente esterno. Non è quindi un caso che «molte organizzazioni nella società postindustriale riflettono in modo vistoso i miti dei loro ambienti istituzionali piuttosto che le necessità delle loro attività di lavoro» [Meyer e Rowan, 1991; trad. it. 2000, pp. 59–60]. Ma l'oggetto principale della ricerca non riguarda soltanto l'analisi delle pressioni esercitate dalle istituzioni sulle diverse organizzazioni affinché adeguino ai criteri prevalenti. Nella società contemporanea, infatti, «le istituzioni operano per favorire la comparsa di nuove organizzazioni chiamate a perseguire gli scopi indicati dalle istituzioni stesse» [Bonazzi, 2002, pp. 112] stabilendo un fitto reticolo di normative a cui le organizzazioni devono attenersi.

Alla base dell'isomorfismo vi sono quindi potenti «miti razionalizzanti», ovvero credenze immaginarie rese plausibili da un discorso logico, che legittimano convinzioni considerate razionalmente efficaci o conformi a un mandato legale³¹.

Si sviluppano allora nuovi campi di attività per soddisfare le nuove opportunità alimentate dal mito, secondo una logica di crescente omogeneizzazione che, tuttavia, non significa necessariamente maggiore efficienza. Oltre una soglia critica, infatti, l'innovazione non agisce tanto sulle prestazioni quanto sul livello di legittimazione sociale, infondendo un valore che va al di là delle semplici esigenze tecniche. Ma ammettere che i criteri di razionalità siano stabiliti all'esterno non solo apre una nuova prospettiva ma consente anche di identificare potenziali conflitti tra regole di origine esterna – i miti razionali – e criteri di efficienza. «Il contrasto non è così raro, se si pensa ad esempio che i criteri di efficienza stabiliti dalle banche [...] sono spesso diversi dai criteri di efficienza effettivamente perseguiti dall'impresa stessa » [Bonazzi, 2002, 114].

onorare il mito stesso. In questa maniera, al crescere della conformità, tanto maggiore risultava essere il ritorno sociale e simbolico per l'organizzazione.

³¹ La «burocratizzazione (ad esempio) è dovuta in parte alla proliferazione dei miti razionalizzanti nella società, e questo, a sua volta, comporta l'evoluzione dell'intero sistema istituzionale moderno» [Meyer e Rowan, 1991; trad. it. 2000, 68].

In contesti altamente istituzionalizzati diventa dunque difficile scindere la componente razionale dei calcoli aziendali dai ritorni d'immagine derivanti dall'aver onorato convinzioni o convenzioni. Per questo motivo, il successo di un'organizzazione, indipendentemente dalla sua efficienza produttiva, si basa soprattutto su fattori diversi. Soltanto le organizzazioni che, operando in ambienti istituzionalizzati molto elaborati, riescono a diventare isomorfe sono in grado di ottenere la legittimità e le risorse necessarie per sopravvivere.

Successivamente, saranno Powell e DiMaggio [1983] ad approfondire i processi di isomorfismo, introducendo e sviluppando la nozione di «campo organizzativo» che consentirà di superare la distinzione tra organizzazioni che subiscono e istituzioni che esercitano pressioni³². I due autori spiegano inoltre come i processi di isomorfismo non siano identici e lineari ma possano distinguersi – in virtù del grado di dipendenza dalle risorse esterne e dal livello di incertezza e ambiguità dei suoi obiettivi – sulla base delle modalità e della rapidità del loro sviluppo. L'isomorfismo, infine, vede coinvolte non solo le organizzazioni – siano esse dotate o meno di criteri intrinseci di efficienza, per utilizzare la classificazione di Meyer e Rowan³³ – ma anche i singoli individui [Bonazzi, 2002].

Se le conclusioni formulate da Meyer e Rowan – le pressioni istituzionali spingono le organizzazioni a diventare sempre più simili tra loro –, rappresentano il punto di partenza, il concetto di «campo organizzativo» consente di fare un passo in avanti, spiegando le ragioni del fenomeno, ovvero del perché «vi sia una così sorprendente omogeneità di forme e di pratiche organizzative» [Powell e DiMaggio, 1991a, 89].

³² Infatti, «il modello dell'istituzionalizzazione [...] riconosce l'importanza dei miti e delle cerimonie, ma non si chiede per quali motivi nascano questi modelli e quali interessi inizialmente servano. Per rispondere a queste domande, occorre esaminare esplicitamente la genesi dei modelli ritenuti legittimi e i processi di definizione e articolazione dei campi organizzativi» [Powell e DiMaggio, 1991a, pp. 113-114].

³³ Meyer e Rowan distinguono due tipi di organizzazioni. Il primo è formato da quelle organizzazioni che non dispongono di criteri intrinseci di efficienza e che per questo sopravvivono grazie alla capacità di adeguarsi alle esigenze cerimoniali prescritte dagli ambienti istituzionali; è questo il tipico caso delle scuole. Il secondo tipo è invece costituito da organizzazioni dotate di criteri intrinseci di efficienza, queste sopravvivono grazie alla capacità di gestire in maniera autonoma le proprie attività reti di attività e relazione; solitamente ci riferiamo alle imprese produttive. Successivamente questa classificazione sarà rivista e ampliata da Powel [1991] che sposterà l'attenzione al c.d. «neoistituzionalismo allargato» [Bonazzi, 2000].

La scelta del campo organizzativo come unità di analisi, ovvero «un insieme di organizzazioni che, considerate complessivamente, costituiscono un'area riconosciuta di vita istituzionale: fornitori-chiave, consumatori di risorse e prodotti, agenzie di controllo e altre organizzazioni che producono servizi o prodotti simili» [*ibidem*], consente di concentrare l'attenzione non solo sulle imprese in concorrenza tra loro o sulle reti di organizzazioni che interagiscono in maniera reciproca, ma sulla totalità degli attori rilevanti. Un «campo organizzativo» deve quindi essere visto come «una galassia vasta ed eterogenea, dai confini fluidi e indistinti ma con fitte e stabili comunicazioni interne» [Bonazzi, 2002, 114] che, una volta giunto a strutturarsi in un campo effettivo, genera «un insieme di forze irresistibili che inducono (le organizzazioni) a diventare sempre più simili le une alle altre» [Powell e DiMaggio, 1991a, 91]. Di conseguenza, ogni ricerca sul campo si trasforma in una ricostruzione, talvolta anche molto dettagliata, di un intero pezzo di storia della società.

La coerenza dei campi organizzativi è inoltre alla base dell'«isomorfismo istituzionale» in base al quale, «per adeguarsi alle pressioni ed alle esigenze dei campi organizzativi e degli ambienti istituzionali gli attori adeguano le loro pratiche a quelle invalse e accettate» [Barbera e Negri, 2008, 76]. Ma poiché abbiamo affermato che le forme di isomorfismo si differenziano sulla base delle modalità e della rapidità con la quale si sviluppano, Powell e DiMaggio distinguono tre meccanismi attraverso i quali avviene il cambiamento isomorfico istituzionale. L'«isomorfismo coercitivo» trae origine dall'influenza politica e dal problema della legittimità. Esistono, in altre parole, pressioni esterne che obbligano l'organizzazione a conformarsi. L'«isomorfismo mimetico», invece, deriva da risposte standardizzate a situazioni contraddistinte da incertezza; l'imitazione, in questi casi, agisce come un surrogato della certezza. L'«isomorfismo normativo», infine, si collega alla professionalizzazione; in questo caso, la scelta non deriva né dalla costrizione né dall'incertezza, ma dalla comprovata consapevolezza della superiorità delle nuove pratiche rispetto alle vecchie.

Naturalmente quella richiamata è soltanto una tipologia analitica, empiricamente, infatti, i singoli tipi di isomorfismo non sono sempre distinguibili tra loro [Powell e DiMaggio, 1991a; Bonazzi, 2002, Trigilia, 2009, Barbera e Negri, 2008]. Ma se l'isomorfismo delle organizzazioni si riproduce nell'isomorfismo delle persone si

possono allora generare meccanismi circolari, nei quali i singoli attori si trasformano a loro volta in un potente fattore che rafforza l'isomorfismo normativo delle organizzazioni. «Quando le persone che occupano posti di responsabilità in un'organizzazione sono intimamente convinte della validità di certi modi di pensare e di agire, l'isomorfismo che ne deriva per l'organizzazione non è passivamente subito come quello coercitivo e non è nemmeno puramente scimmiettato come quello mimetico, ma diventa un consapevole processo di ricerca dei modi migliori per eccellere pur rimanendo uguali³⁴» [Bonazzi, 2002, 116].

³⁴ Permangono comunque alcuni nodi teorici da sciogliere: *i*) la questione dei rapporti tra cultura e struttura; *ii*) la questione dei rapporti tra azione individuale e condizionamenti dell'ambiente circostante; *iii*) la questione del passaggio dal livello micro al livello macro. A questo proposito si veda Magatti [1997].

2. Corporate governance e assetti proprietari

2.1. L'evoluzione del dibattito sulla *corporate governance*

Nel capitolo precedente abbiamo messo in evidenza le peculiarità dei differenti modelli di capitalismo, sottolineando lo stretto rapporto che lega assieme le caratteristiche dei sistemi finanziari e i modelli di corporate governance delle imprese. Così, se nel sistema bancario tedesco il rapporto tra banche, mercati finanziarie e governo delle imprese vede la presenza di un “capitale paziente” che consente investimenti in progetti con rendimenti soltanto nel medio–lungo periodo, nelle economie di mercato liberali, il coordinamento viene prevalentemente realizzato attraverso una regolazione legata ai mercati concorrenziali.

Ciò riflette la “logica istituzionale” che tiene insieme le differenti dimensioni e che trova origine in una comune matrice culturale formatasi storicamente. Lungo questa prospettiva, poiché tanto il modo di funzionare quanto l'efficienza dei vari sistemi di governo dipendono dalle istituzioni e dalle leggi di cui un certo paese dispone e non esistendo un singolo modello di governo societario che possa essere considerato ottimale in assoluto [Trento 2012, 21], diventa utile ricostruire il dibattito sull'evoluzione dei principali approcci alla *corporate governance* per poi illustrare le giustificazioni teoriche e i limiti analitici delle teorie discusse.

A questo proposito, metteremo in evidenza come il passaggio alla concezione dello *shareholder value* possa essere interpretato attraverso gli strumenti sociologici introdotti nel capitolo precedente mentre, successivamente, verranno descritte le principali caratteristiche dei modelli di governo delle imprese a livello europeo, focalizzando l'attenzione sulle prerogative del modello di regolazione della Gran Bretagna e della Germania. L'ultimo paragrafo sarà infine dedicato ad una ricognizione delle letteratura sociologica sul tema, al fine di illustrare come le trasformazioni degli assetti proprietari e dei meccanismi di governi delle imprese possano essere interpretate come una costruzione sociale.

Per quanto riguarda l'evoluzione del dibattito sulla *corporate governance*, la progettazione delle strutture e dei meccanismi di governo delle imprese ha assunto rilevanza nel momento in cui queste, a metà del XIX secolo, hanno iniziato a svolgere la loro attività come soggetti dotati di propria personalità giuridica e, successivamente, con la quotazione in borsa delle loro azioni agli inizi del XX secolo. Il quadro si è ulteriormente complicato nei decenni successivi quando la dimensione raggiunta è stata tale da costringere i proprietari a delegare l'attività di gestione a manager stipendiati [Zattoni, 2006, pp. 6–28].

Così, se l'introduzione della società di capitali ha rappresentato un'innovazione giuridica fondamentale aumentando, attraverso l'istituto della responsabilità limitata, l'interesse degli investitori a partecipare al capitale di rischio delle imprese, la quotazione dei titoli azionari ha prodotto due conseguenze significative. Da un lato, ha ampliato il numero degli azionisti che partecipano alla società e, dall'altro, ha sancito la separazione della proprietà – il capitale di rischio – dal controllo, consentendo la nascita della moderna società ad azionariato diffuso (*public company*). “Il diritto di proprietà viene così diviso in due parti: il diritto di godimento del rendimento residuale, e il diritto di controllo, che sono attribuiti rispettivamente agli azionisti e ai manager” [Zattoni, 2006, 8]. Ciò rende il problema del governo dell'impresa evidente perché coloro che sono chiamati a gestire le risorse finanziarie non svolgono il loro compito con la stessa attenzione che vi dedicava il proprietario.

Sul fronte teorico, a partire dagli anni sessanta tale riflessione favorisce lo sviluppo delle teorie manageriali dell'impresa che, rigettando il modello classico dell'imprenditore e del manager proprietario, sostenengono come, almeno nelle grandi imprese, la ricerca del profitto possa realizzarsi attraverso la massimizzazione della funzione di utilità dei principali dirigenti aziendali. La discrezionalità dei manager non è comunque illimitata. Tra i meccanismi di controllo sul loro operato il mercato per il controllo societario (*market for corporate control*) rappresenta uno degli strumenti più significativi, allocando – sulla base del presupposto di una corretta valutazione del valore delle azioni – il controllo dell'impresa nelle mani delle persone che si ritiene essere capaci di attribuirvi il maggiore valore possibile. Il guadagno dello scalatore deriva quindi dall'incremento del valore azionario (*capital gain*). La minaccia di un

cambiamento delle posizioni di controllo spinge infatti il management ad assumere decisioni efficienti, perseguendo la creazione di valore per gli azionisti e ridimensionando i problemi legati alla separazione tra proprietà e controllo.

Il quadro si modifica a partire dagli anni settanta, quando le riflessioni si concentrano su tre differenti temi. Anzitutto, i risultati di una ricerca empirica svolta negli Stati Uniti e in Gran Bretagna [Mace, 1972] e il fallimento di alcune società spingono gli organi di vigilanza a richiedere una maggiore indipendenza dei consiglieri e l'introduzione di comitati di controllo (*audit committee*). Lo studio evidenzia come spesso i consiglieri – selezionati all'interno di un numero ristretto di persone – vengano valutati sulla base del prestigio personale e come ciò si leghi più alla necessità di un riconoscimento formale del loro operato piuttosto che all'esigenza di un reale controllo. Inoltre, il fallimento di alcune grandi società quotate alimenta la riflessione sul funzionamento dei consigli di amministrazione e, in particolare, sull'inserimento di adeguati meccanismi di controllo e bilanciamento. Ciò aprirà la strada al dibattito sul ruolo dei consiglieri esterni indipendenti e porterà all'introduzione dei comitati di controllo. In secondo luogo, in Europa cresce il confronto sul processo di armonizzazione del diritto societario con l'invito alle imprese ad abbandonare la struttura a un livello (*one-tier board*) per adottarne una a due livelli (*two-tier board*), con un consiglio di sorveglianza e uno esecutivo, tipica dell'esperienza tedesca e olandese. Ma, proprio in virtù dell'ipotesi implicita di codeterminazione, la direttiva sarà fortemente ostacolata da numerosi stati membri, in particolar modo britannici. Sempre in quegli anni, si diffonde una corrente di pensiero volta ad ampliare la responsabilità sociale delle imprese basata su una concezione allargata di *stakeholder*.

Nonostante ciò, nei paesi anglosassoni l'acceso dibattito sul tema la nuova nozione non riuscirà ad imporsi e a scalzare il principio della massimizzazione del valore per gli azionisti. Anzi, sarà a partire dagli anni ottanta con la politica liberista promossa da Reagan e dalla Thatcher che l'approccio legato allo *shareholder value* troverà un nuovo sostegno. Il rafforzamento dell'idea della responsabilità dei consiglieri nei confronti degli azionisti e il principio della massimizzazione del profitto come criterio guida si tradurrà in una forte spinta alle liberalizzazioni negli Stati Uniti e alle privatizzazioni

delle grandi imprese pubbliche in Gran Bretagna – un fenomeno questo che come vedremo avrà un ruolo centrale nel rafforzamento del modello anglossassone –.

Nonostante ciò, alla fine degli anni ottanta alcuni scandali finanziari³⁵ e la perdita di competitività del sistema economico statunitense riaccenderanno l'interesse per lo studio della corporate governance delle imprese. Quanto al primo punto, viene messa in evidenza l'eccessiva influenza dei top manager e dell'amministratore delegato sulle decisioni del consiglio, riaffermando così la necessità di creare meccanismi di controllo e bilanciamento dei poteri molto simili a quelli del decennio precedente. Il secondo punto, invece, merita una maggiore attenzione, legandosi direttamente al filone della varietà dei capitalismi e della sociologia dei mercati finanziari. Negli Stati Uniti, le difficoltà di alcune grandi imprese in settori cruciali – come automobili, elettronica di consumo e dei semiconduttori – alimentano la sensazione di una generale perdita di competitività nei confronti delle imprese tedesche e giapponesi per quel che riguarda l'innovazione di prodotto e la crescita nel medio-lungo periodo. A questo proposito, sarà la stessa letteratura economica a sottolineare l'eccessiva enfasi sulla retribuzione dei manager in rapporto alla performance aziendale di breve periodo e la pressione dei mercati finanziari per la pubblicazione di brillanti resoconti trimestrali (*quarterly earnings*). Inoltre, sempre negli anni ottanta, altri tre elementi attirano l'attenzione dell'opinione pubblica e degli accademici. In primo luogo, l'elevato numero di acquisizioni ostili (*hostile takeover*), di acquisizioni finanziarie con il debito (*leveraged buyouts*) e di ristrutturazioni aziendali (*corporate restructurings*), sviluppano un intenso dibattito. Per i critici ciò è la diretta manifestazione delle eccessive pressioni dei mercati finanziari, mentre i sostenitori del modello trovano proprio nelle acquisizioni ostili la conferma del funzionamento del mercato del controllo societario, chiamato ad intervenire quando, coerentemente con la teoria del *core business*, l'eccessiva diversificazione dei conglomerati si mostra incapace di massimizzare il valore per gli azionisti. In secondo luogo, ad attirare l'attenzione è l'enorme incremento delle retribuzioni degli amministratori delegati – che arriveranno a raggiungere un livello

³⁵ Negli Stati Uniti "Ivan Boesky, Michael Levine e Michael Milken, celebri per aver creato l'enorme mercato dei titoli obbligazionari ad alto rischio e alto rendimento - i cosiddetti *junk bonds* - attraverso la banca d'affari Drexel, Burnham and Lambert, sono accusati di aver compiuto gravi reati di *insider trading* [Zattoni, 2006, 16].

pari a quelle di alcune stelle del mondo dello sport e dello spettacolo – dovuto a piani pluriennali di incentivazione azionaria spesso slegati dalle performance aziendali. Infine, il processo di ristrutturazione e di riduzione delle dimensioni aziendali (*downsizing*), che svilupperà i suoi effetti anche nella prima metà del decennio successivo, coinvolge numerose *public companies* che non sono in grado di garantire un consistente tasso di crescita delle azioni. La spinta del mercato finanziario è talmente forte che “nell’arco di un breve periodo di tempo, compreso tra il 1992 e il 1993, i top manager di alcune grandi imprese – tra cui l’American Express, la General Motors, l’IBM e la Kodak – vengono licenziati da azionisti e consiglieri che non erano soddisfatti delle performance aziendali” [Zattoni, 2006, 19].

Il decennio successivo vede altre grandi trasformazioni: la caduta del regime socialista sovietico, la privatizzazione di interi settori dell’economia di diverse nazioni, il crescente peso degli investitori istituzionali nel capitale di rischio, il fallimento improvviso di alcune società finanziarie e industriali, la progressiva integrazione dei mercati finanziari internazionali e la realizzazione di alcune grandi operazioni di acquisizione. Tuttavia, nonostante l’importanza e l’interdipendenza dei singoli avvenimenti, ai fini del nostro lavoro concentreremo l’attenzione soltanto su due dei sei punti: il crescente peso degli investitori istituzionali e la progressiva integrazione dei mercati finanziari.

Per quel che riguarda il primo punto, a metà anni novanta i fondi pensione e i fondi comuni di investimento controllano una quota rilevante degli investimenti tanto in nazioni di ridotte dimensioni contraddistinte da grandi centri finanziari – come Lussemburgo, Olanda e Svizzera – quanto in paesi industriali caratterizzati da una struttura azionaria frammentata – Stati Uniti e Gran Bretagna. Diverso è invece il caso dell’Europa continentale – Germania, Francia e Italia – dove il ruolo degli investitori istituzionali risulta più contenuto; un fenomeno che, come vedremo nel prossimo capitolo, risulta coerente con lo schema analitico utilizzato da Dore [2001].

La crescita degli investitori istituzionali deriva soprattutto dalla recente tendenza delle famiglie ad affidarsi a intermediari specializzati per la gestione dei propri risparmi con il fine di diversificare il rischio. Tuttavia, sarà proprio la crescita continua del portafoglio di questi attori a modificarne progressivamente le strategie finanziarie.

Infatti, dato il peso crescente dei pacchetti azionari acquistati, per non rischiare di far diminuire in maniera eccessiva il valore delle azioni diventa sempre più comune osservare strategie di *voice* piuttosto che di *exit*.

Strettamente collegato a questo fenomeno è il secondo punto. La crescente integrazione dei mercati finanziari in un unico mercato globale influenza infatti tanto la domanda quanto l'offerta. Di conseguenza, non soltanto le imprese si rivolgono sempre più al mercato internazionale dei capitali ma sono gli stessi investitori istituzionali a ricercare in maniera continua nuovi mercati e nuovi strumenti per investire la crescente quantità di risorse raccolte dai risparmiatori. Naturalmente il processo di convergenza in un unico mercato globale crea dei problemi. Così, già prima della recente crisi finanziaria, altre erano state le tensioni che, come nel caso dell'Est Europa, del Far East o del Sudamerica, avevano coinvolto l'intero sistema economico mondiale³⁶.

2.2. Le teorie sulla *corporate governance*: caratteristiche e limiti

Se le difficoltà di stimare il valore fornito da ogni singolo stakeholder e i rischi di comportamenti opportunistici di alcuni soggetti rendono inconciliabili gli interessi che convergono all'interno di un'impresa, diventa necessario definire un principio guida che aiuti gli amministratori e i manager nel prendere decisioni bilanciando le differenti esigenze dei vari stakeholder.

Come anticipato, fra le proposte formulate per affrontare la questione del “per chi debba creare valore un'impresa”, due sono state le impostazioni che hanno riscosso un

³⁶ Con il crollo dei paesi asiatici nel 1997 di colpo divenne chiaro che le tigri asiatiche, lungi dall'essere modelli di statalismo ridotto o di rapporti privati basati sulla fiducia, erano in realtà delle zone-disastro di filo capitalismo, corruzione, contabilità non trasparente e scarsa *corporate governance*. Naturalmente le letture politiche furono diverse ma all'incontro di Davos nel gennaio 1998 ognuna delle otto sessioni associava “asiatico” a “crash”, “in fumo” o “crisi”. Nell'autunno dello stesso anno le prospettive del capitalismo globale apparivano meno rosse. Alla volatilità finanziaria globale si univa il collasso della Russia sommersa dai debiti mentre il Brasile pendolava sull'orlo di una svalutazione non voluta, le azioni Usa perdevano quasi il 20% del loro valore, il rapporto Dollaro-Yen cambiava del 15% in soli tre giorni e il collasso dell'*hedge fund* Long Term Capital Management minacciava una crisi creditizia con una conseguente recessione economica [Turner, 2001, pp. 6-7].

interesse maggiore. La prima, che sinteticamente definiremo dello *shareholder value*, fondandosi sulle teorie complementari dei diritti di proprietà e dell'agenzia, vede il governo e la gestione dell'impresa in funzione della massimizzazione del valore azionario. La seconda, invece, definita teoria degli stakeholder, ritiene diversamente che tutti gli interessi presenti in un'impresa debbano essere considerati e bilanciati.

Secondo la prima impostazione i diritti del governo economico devono essere attribuiti ai conferenti del capitale di rischio, poiché quello che realmente interessa non è tanto la finalità dell'impresa quanto il modo più efficiente per raggiungere tale finalità. Due sono le principali motivazioni a sostegno di tale tesi. Anzitutto, i conferenti di capitale di rischio rappresentano l'unica categoria di stakeholder remunerata in via residuale. Infatti, mentre tutte le altre categorie percepiscono una retribuzione periodica e stabilita contrattualmente lo stesso non vale per gli azionisti che, oltretutto, in caso di esercizio negativo devono farsi carico della perdita subito dall'azienda. Così, "accettando di essere remunerati in via residuale (gli azionisti) si fanno carico del rischio d'impresa e permettono agli altri stakeholder di ricevere una remunerazione periodica e stabilita contrattualmente" [Zattoni, 2006, 53]. In questa impostazione teorica, poiché ogni incremento di ricavi o ogni riduzione dei costi si traduce in una loro remunerazione, l'attribuzione dei diritti di controllo agli azionisti crea un forte incentivo al miglioramento delle performance aziendali. Ciò lega in maniera inscindibile il diritto di controllo e la remunerazione in via residuale.

In secondo luogo, come abbiamo visto, tra gli investitori sono soprattutto gli azionisti a correre il rischio di espropriazione da parte dei manager. Infatti, a differenza degli altri fornitori di fattori produttivi – che, in ogni caso, continuano a possedere le proprie risorse materiali e immateriali – i conferenti di capitale di rischio mettono a repentaglio il proprio capitale e, in caso di liquidazione, vedono le loro pretese vengono soddisfatte per ultime. Infine, non essendo forniti di nessun potere contrattuale in caso di contrattazione *ex post*, gli azionisti si trovano in una situazione di maggiore debolezza. Pertanto, per proteggere – nell'interesse di tutti gli stakeholder – i conferenti di capitale di rischio da espropri volontari o da grossolani errori di gestione, il consiglio di amministrazione dovrebbe essere nominato dagli azionisti al fine di massimizzare il valore azionario.

Possiamo quindi schematicamente richiamare le principali assunzioni che sottostanno alla teoria:

- La massimizzazione del valore degli azionisti consente di massimizzare il valore complessivo dell'impresa e, di conseguenza, dell'intera società. Tuttavia, tale affermazione potrà verificarsi soltanto nel caso in cui la relazione tra impresa e coloro che forniscono i fattori produttivi sia regolata attraverso contratti completi.
- I mercati finanziari sono efficienti, di conseguenza la performance azionaria è la misura migliore del valore. Questa assunzione si fonda sulla “teoria dei mercati efficienti”, ovvero sull'idea che i prezzi delle attività finanziarie derivino dalle aspettative degli investitori e dall'uso che essi fanno delle informazioni disponibili. In presenza di mercati efficienti in senso forte – dove nemmeno le informazioni private possono essere utilizzate per prevedere l'andamento dei prezzi – massimizzazione del valore dell'impresa e massimizzazione del valore azionario coincidono.
- La misura di una sola performance, per di più orientata al futuro, semplice da applicare e difficile da manipolare, consente di disciplinare il management.
- Il valore azionario dell'impresa tende a essere massimizzato da manager e amministratori se la loro retribuzione viene collegata al valore delle azioni. Questo sistema di incentivazione, oltre a risolvere i problemi di *moral hazard* che sorgono nelle relazioni di agenzia in presenza di divergenza di interessi o di asimmetrie informative, comporta anche una suddivisione del rischio tra le parti. L'orientamento verso il rischio di manager e azionisti è infatti diverso in quanto i primi, avendo investito le loro competenze nell'impresa in cui lavorano, non possono diversificare le loro scelte. La decisione ottimale dovrà quindi bilanciare esigenze differenti e solitamente si esprime in due forme di incentivazione azionaria: i piani di *stock option* e i piani di *stock granting*³⁷.

³⁷ Entrambi i piani collegano la retribuzione dei manager al valore delle azioni. I primi attribuiscono una certa quantità di opzioni per acquistare o sottoscrivere, entro una certa data e a un prezzo prefissato, i titoli azionari. I secondi, invece, assegnano gratuitamente o a condizioni vantaggiose, un certo quantitativo di azioni.

- La disciplina dei manager è garantita dal mercato per il controllo societario³⁸. Infatti, nel caso in cui le performance aziendali non siano soddisfacenti, attraverso il meccanismo della scalata ostile altri investitori possono acquistare il controllo dell'impresa. Tuttavia, per avere un funzionamento efficiente del mercato per il controllo societario è necessaria una piena libertà degli azionisti e l'assenza di interferenze da parte del consiglio di amministrazione.
- Infine, se da un lato il diritto societario statunitense privilegia gli azionisti rispetto agli stakeholder, dall'altro, il crescente peso degli investitori istituzionali contribuisce a rafforzare le responsabilità nei loro confronti da parte degli amministratori.

Nonostante venga spesso smentito dall'evidenza empirica questo quadro di teorie e modelli tra loro coerenti domina oggi il pensiero accademico. Sembra quindi essere confermata la tesi di Dore [2000] che, insieme ad un condizionamento strutturale – dovuto tanto all'apertura e alla crescente liberalizzazione dei mercati quanto alla scelta delle imprese più grandi di finanziarsi a condizioni più favorevoli su mercati internazionali –, individuava nella dimensione culturale, connessa con la crescente internazionalizzazione della cultura economica, una delle cause della diffusione del modello. Una logica di legittimazione che chiama in causa le forme di isomorfismo normativo messe in luce dal neoistituzionalismo.

La teoria degli stakeholder e la teoria sociale dell'impresa, invece, nonostante già con la nascita della teoria del valore per gli azionisti si fossero levate alcune critiche all'impostazione dominante, si sono sviluppate soltanto negli ultimi decenni del secolo scorso. Secondo questa impostazione le imprese sono chiamate non solo a perseguire fini privati ma anche ad assumersi proprie responsabilità nei confronti della collettività e soprattutto a non addebitare ad altri soggetti le loro esternalità negative, anche se questo significa limitare il diritto degli azionisti.

La letteratura sugli stakeholders non è tuttavia riuscita a consolidarsi in un corpo unico, limitandosi così a proporre alcune affermazioni di principio senza costruire una vera e

³⁸ La riallocazione del controllo dell'impresa a coloro che le attribuiscono un maggior valore perché ritengono di poterla gestire in maniera più efficiente può avvenire mediante tre meccanismi: la battaglia per deleghe, le fusioni amichevoli e le scalate ostili.

propria teoria alternativa a quella della creazione del valore degli azionisti. Inoltre, il termine stakeholder, seppur di semplice e immediata comprensione, ha il limite di prestarsi a classificazioni differenti rispetto a quali categorie includere e quali escludere. La teoria, infatti, “pecca indubbiamente di un’eccessiva complessità – maggiore è il numero delle variabili introdotte – cui non fa riscontro una formalizzazione adeguata e lineare [Colli, 2006, 32]. Tale ampiezza applicativa, se non ben delimitata e definita, può così produrre prescrizioni e implicazioni manageriali quasi senza limiti [Freeman, 2007, 21]. Per questo, prima di elencare sinteticamente gli elementi chiave della teoria, per evitare fraintendimenti derivanti interpretazioni errate conviene indicare – riprendendo il titolo del saggio di Freeman – “che cosa non è la teoria degli stakeholder”. Anzitutto, considerando esplicitamente valori e morale come centrali nella gestione delle organizzazioni tale impostazione può essere minata da due parti: da interpretazioni non favorevoli e da interpretazioni favorevoli ma errate. Alcuni autori, infatti, pur dichiarandosi sostenitori della teoria, hanno nel tempo contribuito ad alimentare la critica attraverso un’estensione dell’applicazione della stessa. Ad esempio, al fine di evidenziare il ruolo politico–culturale che hanno giocato le due teorie, conviene soffermarsi su una particolare interpretazione favorevole ma errata: quella che, facendo riferimento all’intera economia, considera la teoria degli stakeholder come una forma di socialismo. Per Freeman [2007, 39–41] poiché la teoria non riguarda l’economia politica, il termine stakeholder non può essere considerato sinonimo di cittadino. L’interpretazione nel più ampio contesto socio–politico è stata utilizzata da Blair nel 1996 ma rappresenta un ampliamento ingiustificato che espone la teoria a forti critiche, tra le quali quella di essere appunto una forma di “nuovo socialismo”³⁹. Una critica analoga era stata formulata da Friedman [2008] rispetto alla concezione di responsabilità sociale delle imprese. Così, quando gli esponenti del mondo degli affari proclamano “che le aziende non pensano “solo” ai profitti, ma anche a favorire i più auspicabili fini “sociali”[...] non fanno altro che predicare il socialismo puro e semplice. Gli imprenditori che parlano in questo modo non sono che le

³⁹ “Purtroppo, poco tempo dopo un discorso di Tony Blair a Singapore [...] in cui sembrava che stesse parlando proprio (dell’obbligo dei manager di massimizzare il valore per l’azionista), il termine “stakeholder” ha cominciato ad essere usato in Gran Bretagna in relazione ad una serie di tratti della “terza via” [Dore, 2001, pp. 43-44].

inconsapevoli marionette delle forze intellettuali che da decenni operano al fine di minare le fondamenta della società libera”. Analogie con Schumpeter a parte⁴⁰, nell’impostazione di Friedman “la responsabilità sociale delle imprese consiste (soltanto) nell’aumentare i profitti”.

Fatte queste dovute premesse possiamo adesso richiamare le assunzioni di fondo della teoria degli stakeholder che, pur condividendo l’idea di impresa come insieme di relazioni contrattuali – a ben vedere siamo infatti sempre di fronte a un’ulteriore applicazione della teoria dell’agenzia [Colli, 2006, 31] – rigetta le ipotesi della teoria della creazione del valore per gli azionisti.

- Poiché gli azionisti sono solo una parte delle categorie di portatori di interessi all’interno di un’impresa, la massimizzazione del valore delle loro azioni non conduce alla massimizzazione complessiva del valore creato. Inoltre, visto che nella realtà i contratti non sono perfetti, ma lasciano spazio alla contrattazione *ex post*, coloro che in un dato momento detengono il controllo cercano di sfruttare la loro posizione di potere per appropriarsi di benefici privati o scaricare su altri alcuni costi.
- Diversamente da quanto sostenuto dalla teoria del mercato dei capitali in forma forte, nella realtà spesso si ricorre a informazioni pubbliche, capaci di riflettere in misura maggiore l’impatto delle performance di breve piuttosto che di lungo periodo. Inoltre, le informazioni pubbliche sono più semplici da elaborare e per questo vengono privilegiate da mercati che reagiscono più lentamente e in maniera imperfetta a informazioni complesse. I mercati, infatti, tendono a esagerare le notizie che riguardano l’impresa, per questo, nella realtà empirica il valore di un’azione tende a oscillare, anche in maniera notevole, rispetto al valore reale.
- In assenza di mercati di capitali perfetti, l’obiettivo della massimizzazione del valore degli azionisti non è sufficiente a disciplinare il management in maniera efficiente perché il mercato delle azioni è in grado di riflettere il valore del titolo

⁴⁰ Schumpeter metteva in evidenza le cause culturali e sociali del declino del capitalismo liberale descrivendo come, in un quadro di progressivo indebolimento della borghesia, la diffusione di un’ “atmosfera sociale” ostile fosse fomentata e organizzata da gruppi di interesse – composti soprattutto da intellettuali – che, con l’obiettivo di rappresentare e guidare il malcontento, alimentavano il dibattito politico diffondendo idee ostili al capitalismo. [Schumpeter, 1942, pp. 140-142].

soltanto nel medio–lungo periodo. A questo proposito, le recenti vicende hanno mostrato come la ricerca della massimizzazione nel breve periodo possa spingere i manager a manipolare il prezzo delle azioni con informazioni selettivamente selezionate se non addirittura false.

- Il collegamento tra valore delle azioni e retribuzione percepita si fonda sulla convinzione che le persone siano motivate principalmente da remunerazioni di tipo monetario e per questo non conduce necessariamente alla massimizzazione del valore economico dell'impresa⁴¹. Inoltre, il ricorso alle *stock option* ha creato non solo incentivi perversi – motivando e demotivando in maniera eccessiva il management – ma ha anche prodotto effetti indesiderati – come l'eccessiva assunzione di rischi – o comportamenti opportunistici – come la manipolazione del valore delle azioni –.
- Il ruolo del mercato per il controllo societario è incerto e gli studi contrastanti. In ogni caso le scalate ostili sono rare perché per concludere con successo l'operazione è necessario superare diversi ostacoli.
- La normativa statunitense più che prevedere la supremazia degli azionisti – che in realtà detengono un potere formale piuttosto limitato – attribuisce una forte autonomia decisionale agli amministratori. Inoltre, se è vero che esistono per legge doveri fiduciari nei confronti degli azionisti, allo stesso modo sono nel tempo cresciute le responsabilità dei confronti degli stakeholder.

Analogamente a quanto presupposto dalla precedente teoria, anche in questo caso si riconosce un ruolo centrale ai top manager che, oltre a contrattare con i differenti stakeholder, hanno il potere di influenzare le decisioni nel tentativo di mantenere in equilibrio tutti gli interessi e le aspettative.

⁴¹ “I manager delle società statunitensi infatti sono ossessionati dall'andamento del corso delle azioni della loro società e tipicamente dedicano moltissimo del loro tempo a influenzare questo andamento nel breve termine piuttosto che preoccuparsi della redditività di medio-lungo termine dell'impresa” [Trento, 2012, 52].

2.3. Il rapporto tra finanza e impresa nella letteratura sociologica

Nelle primo capitolo abbiamo ricostruito il percorso di sviluppo della nuova sociologia economica concentrandoci, in particolare, sul filone del neoistituzionalismo sociologico. Dal punto di vista empirico, i concetti di isomorfismo mimetico e normativo risultano infatti particolarmente utili per spiegare il processo di diversificazione produttiva delle imprese americane, considerate come campo organizzativo [Fligstein, 1990]. Abbiamo poi ricordato come la caratteristica che accomuna le recenti ricerche sia quella di combinare variamente gli stimoli provenienti dai differenti approcci, coniugando cultura, reti e interessi.

Lungo questo percorso, anche gli effetti che le trasformazioni prima richiamate hanno avuto sulla *corporate governance* delle imprese possono essere analizzati con gli strumenti della nuova sociologia economica, combinando la dimensione culturale, relazione e politica. È questo il caso del lavoro di Fligstein [1990] e degli sviluppi successivi delle sue intuizioni, dove si è cercato di spiegare le trasformazioni dell'assetto proprietario e dei meccanismi di governo delle imprese, nel passaggio dalla «concezione legata al marketing» alla «concezione finanziaria» e, successivamente, alla prospettiva dello «*shareholder value*»⁴² [Dobbin, 2005; Dobbin e Zorn, 2005, Fligstein, 2001].

La ricerca, che ha come tema l'evoluzione della grande impresa industriale negli Stati Uniti dal 1880 al 1990, parte dall'idea che la persistenza delle grandi aziende sia in larga parte riconducibile ai mutamenti intervenuti nelle concezioni – e conseguentemente nelle strutture e nelle strategie – attraverso le quali veniva mantenuta la capacità di crescita e la generazione di profitti da parte delle imprese. «La prospettiva teorica è (quindi) quella della sociologia economica, in senso lato, e della sociologia dell'organizzazione, in senso stretto» [Martinelli, 2001, I].

Poiché tali mutamenti sono il risultato di complesse interazioni tra imprese, tra coloro che esercitano il controllo e il governo, il successo di ogni nuovo modello dipende dalla

⁴² Secondo Fligstein, dal 1880 alla fine del XX secolo sono state soltanto quattro le concezioni del controllo dell'impresa che si sono succedute nell'economia americana: a) il controllo diretto dei concorrenti; b) il controllo centrato sul prodotto; c) il controllo attraverso il marketing; d) e, infine, il controllo finanziario.

sua capacità di ridurre la complessità del reale, di essere argomentato e sviluppato dai vertici delle aziende più grandi – e di maggiore successo –, per poi essere propagandato e diffuso attraverso i campi organizzativi della stampa specializzata e nei rapporti informali tra manager e imprenditori. Non è dunque un caso che «la stampa economica (pullulasse) di storie di aziende che avevano iniziato a diversificare, riorganizzarsi in divisioni e utilizzare le fusioni per crescere. L'importanza del personale finanziario e del controllo finanziario era argomento di numerosi articoli» [Fligstein, 1990, 279].

Tuttavia, pur rileggendo la storia dell'evoluzione della grande impresa statunitense, il lavoro di Fligstein non è può essere considerato funzionalista poiché concepisce ogni mercato concreto come una costruzione sociale. Così «l'organizzazione dell'impresa, con le sue diverse concezioni di controllo, strategie, strutture, gruppi di competizione e campi organizzativi, è il risultato dei processi sociali mediante i quali le aziende interagiscono le une con le altre e con lo stato per produrre ciò che definiamo mercato⁴³» [Martinelli, 2001, XIII]. Come vedremo nelle pagine successive, l'attenzione riservata al ruolo dello stato non è che una conseguenza del più ampio interesse analitico che caratterizza gli approcci istituzionali, tanto nel neoisituzionalismo quanto nella *political economy* [Barbera e Negri, 2008, 91].

La concezione legata al controllo finanziario si afferma per l'effetto combinato di due fattori. Anzitutto, perchè con lo sviluppo della grande impresa multidivisionale emerge l'esigenza di valutare le prestazioni di linee produttive diversificate. Vengono così sviluppati adeguati strumenti finanziari. In secondo luogo, l'approvazione nel 1950 del Celler-Kefauver Act – esplicitamente pensato per impedire ogni tipo di fusione – genera effetti inattesi che incoraggiarono le imprese a diversificarsi. Successivamente, sarà il mutamento del clima culturale con le presidenze di Carter e Reagan a favorire la

⁴³ Martinelli mette inoltre in evidenza i due limiti principali del lavoro di Fligstein. Anzitutto, «questo studio appare più efficace nell'esaminare come una nuova concezione si instaura e si consolida nella cultura manageriale che non nell'analizzare l'innovazione organizzativa che la introduce. Questo atteggiamento è connesso alla forzatura di considerare quasi universalmente vincente una certa concezione del controllo dell'impresa. In realtà, in ogni fase vi è la coesistenza di più concezioni, è quindi preferibile parlare di concezione prevalente piuttosto che univoca, e anche di più concezioni egemoni in diversi contesti in una determinata fase storica». In secondo luogo, Martinelli ritiene necessario complicare il modello inserendo una bidirezionalità nel rapporto grande impresa-stato – il ruolo dello stato è analizzato solo in «uscita», come fonte di leggi e direttive, ma non in «entrata» –, nonché di un aumento degli attori coinvolti nei processi di trasformazione. È infatti sorprendente l'assenza del riferimento ai sindacati o delle associazioni dei consumatori e dei movimenti ambientalisti, particolarmente attivi e influenti negli Stati Uniti [Martinelli, 2001, pp. XVI-XVIII].

concentrazione produttiva, innescando dal 1976 in poi la quarta ondata di fusioni. Di conseguenza, «intorno alla metà degli anni '50 iniziava a prendere forma una nuova concezione di controllo: quella finanziaria. La concezione finanziaria del controllo sottolineava l'impiego di strumenti finanziari per valutare le linee di prodotto e le divisioni. La forma multidivisionale divenne la struttura organizzativa standard e il controllo si otteneva decentralizzando il processo decisionale e dedicando un'attenzione più ravvicinata alla performance finanziaria. Le linee di prodotto e le divisioni che non soddisfacevano le aspettative societarie di crescita o di guadagno venivano smantellate» [Fligstein, 1990, 252].

Inoltre, «poichè la performance finanziaria era l'unica a contare, i manager che avevano una concezione di controllo di tipo finanziario portavano la propria azienda alla crescita in qualsiasi settore industriale ci fossero delle opportunità» [*ibidem*]. Fu così che entro il 1970, grazie a diversificazioni realizzate principalmente attraverso fusioni, le aziende maggiori divennero multiprodotte e multisettoriali. A differenza della concezione del controllo orientata al marketing e alle vendite, i nuovi manager non perseguivano obiettivi legati alle necessità della produzione, ma concepivano l'azienda come un insieme di beni manipolabili con il solo fine di incrementare gli utili nel breve periodo. Furono proprio le complesse interazioni tra manager con background finanziario a favorire la trasmissione del nuovo modello all'interno dello stesso campo organizzativo che, un volta affermato, si diffuse nell'intera popolazione di grandi aziende.

Pertanto, poiché la nuova concezione del controllo produsse una fusione di aziende con linee di prodotto disparate all'interno di un'unica struttura amministrativa decentralizzata, la cui valutazione ricorreva solamente a criteri finanziari, il settore industriale in cui l'azienda operava diventava irrilevante. Se i prodotti o le divisioni non soddisfacevano le aspettative dei manager venivano smantellati e si interveniva in nuovi settori⁴⁴. Nella nuova impostazione, «il mercato azionario, i prezzi delle azioni e i

⁴⁴ Un buon esempio è rappresentato dalla U.S. Steel che, nel giro di sei anni, si trasforma da maggior produttore di acciaio d'America – un'impresa verticalmente integrata, dominata da una concezione produttiva del controllo – a una società con orientamento finanziario, multidivisionale e diversificata, impegnata nei settori dell'energia e delle risorse chimiche e naturali. Questo passaggio, diretto dal consiglio di amministrazione e dal direttore generale, rappresenta una risposta consapevole al declino dell'acciaio. Con l'introduzione della concezione finanziaria del controllo, la società, pur

relativi tassi di ritorno delle aziende in altri settori industriali divennero importanti quanto il comportamento dei concorrenti di un'azienda» [Fligstein, 1990, 256].

Nonostante ciò, anche la concezione finanziaria dell'impresa, fino ad allora dominante, subisce una crisi a partire dagli anni '70 quando si diffonde la percezione della scarsa redditività delle imprese per i loro azionisti [Fligstein, 2001].

Alla base di questo fenomeno vi sono due cause oggettive. Anzitutto, la crescente concorrenza da parte di imprese estere – principalmente giapponesi – assottiglia quote di mercato dei produttori americani, soprattutto nei campi dell'elettronica e delle auto. In secondo luogo, non meno importanti sono state le condizioni economiche generali degli Stati Uniti che, nel corso degli anni '70, hanno visto la presenza di un alto livello di inflazione e bassi profitti per le imprese, in un quadro di lenta crescita economica. «Questi shock esogeni hanno indotto gli attori a dubitare che la «concezione finanziaria» potesse continuare ad essere redditizia per le maggiori imprese, facendo emergere una concezione alternativa basata sul «valore per l'azionista»» [Fligstein, 2001, pp. 174].

In linea con il filone neoistituzionalista, questo passaggio viene interpretato considerando il ruolo della cultura nell'inquadrare le possibili azioni strategiche. Abbiamo visto come, per intraprendere nuove forme di azione, gli attori debbano ripensare i propri interessi per poi perseguirli. In questo senso, i cambiamenti negli orientamenti ideologici⁴⁵, negli assunti generali condivisi da tutta la stampa economica e nelle ricette degli economisti accademici, hanno giocato un ruolo chiave. Così, se vi sono sempre state concezioni differenti tra coloro che considerano le imprese alla

abbandonando il suo settore primario, sopravvisse, ma la sua identità e le sue linee di prodotto furono state drasticamente modificate [Fligstein, 1990, 287].

⁴⁵ «Khurana [2007, pp. 320-21] illustra questa trasformazione decisiva citando le dichiarazioni di policy dell'American Business Roundtable, autorevole organizzazione formata dai principali uomini d'affari americani. Nel 1990 tali dichiarazioni recitavano: Alcuni sostengono che gli amministratori dovrebbero considerare solo gli interessi degli azionisti. Il senso della storia e della legge supporta il punto di vista più ampio secondo cui è compito degli amministratori e parte della loro responsabilità nei confronti dell'impresa o degli interessi di lungo periodo dei suoi azionisti considerare accuratamente gli interessi di tutti gli stakeholders. Nel 1997 così si diceva: il dovere primario del management e del consiglio di amministrazione è verso gli azionisti dell'impresa. [...] L'idea che il consiglio debba in qualche modo bilanciare gli interessi degli altri stakeholders fraintende in maniera fondamentale il ruolo degli amministratori. Questa è, inoltre, un'idea inattuabile in quanto non fornisce al consiglio alcun criterio per risolvere i conflitti tra gli interessi degli azionisti e quelli di altri stakeholders o tra quelli di diversi gruppi di portatori di interessi» [Dore, 2009, 46].

stregua di istituzioni pubbliche, con una precisa responsabilità nei confronti di una varietà di *stakeholders*, e coloro i quali sostengono invece che le imprese appartengono soltanto ai loro proprietari, che hanno dunque il diritto di trarre da esse il massimo profitto possibile, a partire dagli anni novanta, quest'ultimo punto di vista – noto come dottrina del «valore per l'azionista» –, è diventato dominante. Al contempo, nel processo di legittimazione, fondamentale è stato il dibattito sulle riviste economiche specializzate, nelle quali la teoria principale/agente era divenuta argomento di primario interesse coinvolgendo nell'analisi delle infinite variazioni circa le possibili relazioni tra gli interessi del manager, l'agente, e quelli del principale, i proprietari i contributi della teoria dei giochi [Dore, 2009]. Questo processo esemplifica come, quando una specifica «soluzione organizzativa raggiunge una certa soglia, scattano [...] massicci cambiamenti legati a pressioni isomorfiche di tipo mimetico e normativo con il formarsi di standard ritenuti appropriati» [Trigilia, 2009, 271].

A questo scopo la dimensione culturale fornisce un quadro cognitivo che offre soluzioni al problema dell'azione strategica. Trattandosi di imprese la questione diventa quella di individuare e spiegare attraverso quali meccanismi i manager perseguono l'obiettivo del profitto. «Le azioni manageriali sono (infatti) radicate, vincolate e modellate dai quadri culturali degli attori e dalla struttura delle relazioni intergovernative. I modi in cui i manager tentano di realizzare i profitti riflette quei quadri e le loro relazioni ai campi di azione rilevanti» [Fligstein, 2001, 174]. Queste considerazioni anticipano l'integrazione tra la prospettiva strutturale e quella neoistituzionale che contraddistinguerà i lavori più recenti.

Il passaggio dalla concezione finanziaria del controllo a quella del valore per l'azionista è comunque sottile. Così, se la concezione finanziaria già vedeva l'impresa principalmente in termini finanziari, considerandola come un'insieme di attività che i manager potevano impiegare e reimpiegare con il fine di creare portafogli diversificati di linee di prodotto da manipolare per massimizzare i profitti [Fligstein, 1990], la concezione del controllo associata al valore per l'azionista, pur essendo anch'essa un'insieme di strategie finanziarie, contiene una critica specifica alla concezione finanziaria delle imprese. La prospettiva del «valore per gli azionisti» vede infatti il principale fallimento della «concezione finanziaria del controllo» nell'incapacità di

massimizzare il valore per gli azionisti attraverso la crescita del prezzo delle azioni [Fligstein, 2001].

Il lavoro di Fligstein fornisce le basi sulle quali poggeranno le ricerche più recenti [Dobbin, 2005; Dobbin e Zorn, 2005], sostenendo l'idea che «gli attori economici (siano) radicati in un mondo sociale che modella i loro interessi, le loro percezioni e le loro azioni» [Fligstein, 2001, 197]. La giustificazione intellettuale fornisce così di una certa visione dell'impresa e spinge attori diversi ad usare quella stessa visione per legittimare le loro azioni.

Pur richiamandosi al lavoro di Fligstein, «Dobbin attira [...] l'attenzione sul processo che porta allo sviluppo del nuovo modello e alla sua successiva legittimazione e diffusione. Ma, mentre nella ricerca di Fligstein emergeva l'importanza dei rapporti tra i manager, in questo caso assume rilievo il ruolo dei soggetti esterni, prevalentemente legati alle nuove attività finanziarie» [Triglia, 2009, 273].

Il contributo di Dobbin e Zorn⁴⁶ [2005] ha come punto di partenza la riflessione su come i mercati finanziari influenzino e modifichino la struttura, l'organizzazione e le strategie delle imprese. Il nuovo modello sociale emerso tra il 1960 e il 1990 e basato sullo *shareholder value* non può infatti essere ricondotto alla sola logica economica – centrata sulla dimensione delle imprese e sulla tecnologia – ma chiama in causa un network extra-organizzativo nel quale outsider come investitori istituzionali, analisti finanziari e imprese impegnate in scalate ostili – *takeover firm* –, promuovono, con successo, un nuovo modello di management, sviluppando quelle che erano state le intuizioni di Fligstein [2005].

Di conseguenza, i manager cominciano a prendere in seria considerazione le nuove idee, anche perché il loro meccanismo di remunerazione stava gradualmente cambiando natura. Se negli anni precedenti il compenso dei vertici era stato in gran parte legato alla dimensione dell'impresa – più grande era l'impresa, maggiore era il salario dell'amministratore delegato – facendo della crescita aziendale il primo obiettivo, la teoria dell'agenzia ha portato le imprese a ricompensare i CEO attraverso le *stock options* – concedendo il diritto di acquisto sulle azioni – e legando la loro

⁴⁶ La ricerca ha riguardato un campione casuale di 429 *public corporation* per gli anni 1963-2000, suddiviso in 22 categorie industriali.

remunerazione allo *stock price*, cioè al valore complessivo delle azioni. Ciò ha reso gli amministratori delegati più sensibili a come il mercato finanziario valutasse le loro imprese, nonché alle considerazioni di investitori istituzionali e analisti finanziari⁴⁷.

La tesi è che ruolo dei tre gruppi esogeni prima richiamati sia stato fondamentale per costruire e diffondere il nuovo modello di gestione, in base al quale venivano teorizzati come sinonimi gli interessi dei gruppi e quelli degli investitori.

Anzitutto, le imprese impegnate nelle scalate ostili si dedicavano alla rottura e frammentazione dei conglomerati, dimostrando che alcune parti dell'impresa potevano essere vendute ad un prezzo molto maggiore rispetto a quello delle precedenti valutazioni di mercato. La somma delle parti diventava così maggiore del tutto. Inoltre, essi argomentavano come questi processi fossero in realtà negli interessi degli investitori che così raccoglievano una parte più cospicua delle quotazioni a beneficio loro e dell'intero sistema economico.

Non meno importante fu il ruolo degli investitori istituzionali. Questi, pur controllando parti sempre più grandi della *corporate stock*, avevano difficoltà a giudicare il valore negli immensi conglomerati. Il loro lavoro consisteva quindi nel diversificare il rischio costruendo portafogli differenziati. L'investimento in determinate aziende diventava il loro interesse professionale contribuendo così, in linea con quello che era il pensiero degli economisti finanziari, ad abbassare il prezzo azionario delle imprese conglomerate a vantaggio di altre aziende più specializzate.

Determinanti furono infine gli analisti finanziari, i quali, criticando la diversificazione delle imprese, liquidavano gli affari non collegati a specifici *core-business*. In virtù della teoria che vedeva le imprese monosettoriali superiori in termini di efficienza alle conglomerate, gli analisti preferivano valutare imprese in specifici settori, influenzando così anche sugli incentivi diretti alle imprese.

Specialisti del management ed economisti proposero le nuove teorie dell'impresa con il fine di promuovere gli interessi di entrambi. Il risultato fu, per quel che riguarda la quota nel valore aggiunto dell'economia reale, un trasferimento di potere dai manager –

⁴⁷ Tuttavia, come nota Dore, la subordinazione implicata da tale descrizione richiede una precisazione. «Anche senza l'incentivo finanziario costituito da *stock options* e simili, l'amministratore delegato – CEO – tipico dei nostri tempi non ha problemi a identificarsi con i suoi padroni investitori. Essi condividono la stessa cultura e gli stessi standard operativi» [Dore, 2009, 39].

le cui capacità consistevano nella conoscenza approfondita del funzionamento delle organizzazioni che gestivano – ai proprietari e ai rappresentanti dei proprietari, che sorvegliavano da vicino l'attività dei manager nell'ottica di massimizzare i rendimenti del capitale [Dore, 2009].

Come abbiamo anticipato, attraverso il ricorso a *stock option*, la teoria della *core competence* insieme alla teoria dell'agenzia incoraggia le imprese a collegare il compenso degli consigli di amministrazione alle performance con il fine di spingere i vertici aziendali a focalizzarsi sulla crescita del prezzo delle azioni. Il campo degli economisti finanziari favorisce le imprese più specializzate e autorizza gli investitori a diversificare il proprio portafogli investendo su di esse.

Questo nuovo portato ha implicazioni sia sulla struttura del team dei top manager sia sulle strategie di acquisizione, spingendo verso la sostituzione delle fusioni diversificate con acquisizioni orizzontali – tra imprese che operano nello stesso settore, quindi tra imprese concorrenti – e verticali – ovvero fusioni fra imprese operanti a stadi diversi del processo produttivo –.

In altre parole, le grandi aziende si sbarazzano delle imprese non collegate e quanto acquistano altre aziende, comprano competitori o fornitori piuttosto che diversificarsi. Come evidenzia Dore, «questo nuovo tipo di acquisizione era totalmente differente dalle fusioni e acquisizioni tradizionali, vale a dire l'acquisizione strategica di un'impresa non finanziaria tesa a conseguire avanzamenti tecnologici, economie di scala, competenze complementari o vantaggi di marketing. La frequenza sempre maggiore di queste operazioni implicava che un'impresa il prezzo delle cui azioni diminuiva, potendo essere acquisita a costi limitati, diventava vulnerabile come bersaglio di un *takeover* ostile non solo da parte di imprese concorrenti operanti nei suoi stessi mercati, ma anche da uno qualsiasi degli innumerevoli fondi che poteva considerarla una vittima appetibile» [Dore, 2009, pp. 43–44].

Per quanto riguarda la struttura dei vertici aziendali, mentre gli amministratori delegati – CEO – impegnano il loro tempo nella gestione del *core-businness*, ai COO – *chief operating officers* – si sostituiscono i CFO – *chief financial officers* –. Ciò segnala l'importanza che nella nuova visione ha la gestione del prezzo delle azioni rispetto alle strategie di diversificazione promosse dai COO.

Con la crescita della diade CEO–CFO il ruolo del COO divenne un limite, poiché segnalava al mercato come l'impresa non avesse superato il vecchio modello conglomerato. Adesso il CEO doveva sorvegliare la macchina organizzativa e necessitava di un assistente capace di maneggiare i mercati finanziari.

Così, poiché la diversificazione del portafoglio viene adesso definita come lavoro degli investitori e non dell'impresa, la trasformazione della struttura dei top manager si ripercuote inevitabilmente sulle strategie acquisitive. In questo contesto, gli investitori individuali lasciano spazio a grandi investitori istituzionali, mentre gli analisti finanziari crescono per numero e importanza e l'attività delle imprese impegnate in scalate ostili – in particolare dal 1980 – scalda il mercato per il controllo delle imprese [Dobbin e Zorn, 2005, 272]. Così, mentre ogni gruppo portava avanti le proprie strategie, i consigli di amministrazione divennero sempre più attenti al prezzo delle azioni.

La fine del modello delle conglomerate e il ruolo degli specialisti nelle scalate ostili, impegnati a comprare le imprese soltanto per frammentarle e poi venderne alcune parti, diventa evidente tra il 1980 e il 1990, quando circa il 30% delle grandi imprese riceve tentativi di scalata. Il fenomeno declinerà significativamente verso il 1990, quando le imprese iniziano ad adottare una serie di precauzioni contro queste «pillole velenose».

L'esplosione dei piani pensionistici – che indicavano agli individui come allocare i loro investimenti – e la democratizzazione del mercato degli investimenti grazie ai *mutual fund*, fece sì che gli analisti finanziari e gli investitori istituzionali crescessero d'importanza – fino a diventare gli attori principali –. In particolare «con la crescita dei fondi pensione, delle assicurazioni sulla vita e dei fondi comuni. Gli investitori istituzionali americani nel 1960 detenevano il 12% delle azioni; nel 1990 ne detenevano il 45% e tale quota è giunta al 61% nel 2005. Nel 2007 erano proprietari del 68% delle mille maggiori imprese americane» [Dore, 2009, 41].

In un secondo momento, i legami tra i diversi gruppi si infittiscono. Si costituisce una rete di soggetti che definisce la direzione del cambiamento e cerca di legittimarlo e diffonderlo ulteriormente [Trigilia, 2009, 274]. Così, data la loro importanza, gli investitori istituzionali iniziarono a cercare di influenzare il funzionamento delle imprese stesse, e poiché con imprese non adeguate ai nuovi canoni finanziari il rischio era quello di perdere denaro, essi adottarono la strategia di far sentire la loro

preoccupazione – *voicing* – piuttosto ricercare altre alternative plausibili. In altre parole, «grazie ad un ammontare significativo di azioni delle imprese principali – abbastanza elevato da non permettere loro di venderle senza farne diminuire sostanzialmente il prezzo, di modo che l’opzione «voice» si rivelava migliore di quella «exit» –, gli investitori istituzionali potevano esercitare pressioni sui manager» [Dore, 2009, 41]. Sponsorizzando la soluzione «degli *shareholder*» essi fecero pressioni per cambiare la *corporate governance* e le strategie delle imprese. Il giudizio degli investitori istituzionali e l’attivismo degli *shareholder* ha così guidato il cambiamento della composizione dei consigli delle grandi imprese tanto che, tra la metà degli anni 80 e la metà dei 90, il numero di proposte sostenute dai fondi pensione è più che triplicato. La crescita del ruolo degli analisti può invece essere ricavata dall’analisi delle azioni coperte dalle certificazioni. Tra la fine degli anni Ottanta e l’inizio degli anni Novanta, il numero medio di analisti passa da 8 a 18 mentre, in linea con quanto suggerito dagli azionisti, nel decennio successivo, proprio in virtù della difficoltà di valutazione di imprese diversificate, si registra un processo di de-diversificazione. Inoltre, poiché anche il reddito dei CEO dipendeva adesso dalle *stock option*, gli stessi amministratori delegati furono incentivati nella promozione di aziende specializzate.

La nuova misura basata sullo *stock price* si afferma dunque a partire dal 1990 quando, soprattutto per le imprese *high tech*, i profitti e i dividendi divennero un indicatore povero per misurare il valore delle imprese. Per le aziende ad elevata innovazione tecnologica era infatti molto più importante la profittabilità futura rispetto al valore attuale.

È in questo contesto che investitori istituzionali e gli analisti finanziari spostarono la loro attenzione dai conti correnti al prezzo delle azioni, soprattutto nelle imprese in crescita. Un cambiamento alimentato anche dalla diffusione delle tecnologie bancarie che migliorarono la qualità dei report quadrimestrali e dalla crescita dei servizi finanziari che fornivano analisi delle proiezioni, accentuando il carattere «performativo» dei modelli economici. Pertanto, se fino ad allora l’oscillazione del prezzo delle azioni era riconducibile ai profitti, adesso risentiva invece delle previsioni *vis-a-vis* degli analisti. In altre parole, la crescita di queste strutture viene descritta come un passaggio da una finanza «intermediata» – ovvero da un sistema, ben

esemplificato da Giappone e Germania, dove i risparmi vengono versati prevalentemente in depositi bancari e le imprese ottenengono finanziamenti sotto forma di prestiti bancari– ad una finanza «diretta» [Dore, 2000].

Tutto ciò condusse ad un aumento della volatilità delle azioni, il cui prezzo iniziò a cambiare frequentemente in concomitanza con i report quadrimestrali e con le raccomandazioni di vendita e acquisto degli analisti. Allo stesso tempo, la remunerazione dei consigli di amministrazione divenne collegata con il prezzo delle azioni e gli obiettivi di profitto diventavano la loro principale preoccupazione. I benefit, legati alle *stock option*, esprimevano infatti la capacità degli *executive* di guidare al rialzo le azioni [Dobbin e Zorn, 2005, 277].

Pertanto, se nella fase precedente «l'espressione «management come professione» rispecchiava la nozione secondo cui le imprese erano in un certo senso istituzioni pubbliche e le persone che le gestivano avevano responsabilità nei confronti delle società [...] nonché moderazione quando si trattava di fissare i propri compensi. Nel capitalismo degli investitori odierno i manager americani sono molto meno autonomi. Essi lavorano sotto la stretta sorveglianza di un consiglio di amministrazione che rappresenta esclusivamente gli interessi degli azionisti e in cui, di frequente, è presente un azionista dominante. Nell'insieme di motivazioni che guidano il lavoro dei manager, è probabile che l'idea di fare un lavoro con un'utilità sociale o quella di costruire un'organizzazione duratura che onori la loro memoria siano messi in ombra dal bastone e dalla carota rappresentati dalle *stock options*, dal sistema dei bonus e dalla minaccia della rimozione immediata» [Dore, 2009, pp. 38].

Il modello delle conglomerate che avevo dominato fino agli anni 80 crolla in meno di un decennio. Esso non aveva più senso per gli economisti finanziari e dell'organizzazione le cui teorie economiche legittimavano una nuova visione. Il ruolo della teoria economica è stato dunque fondamentale, grazie anche alla diffusione di quattro teorie tra loro strettamente collegate. Anzitutto, la teoria della *core-competence*, prospettava risultati migliori per le imprese più specializzate rispetto ai conglomerati. Le imprese dovevano quindi focalizzarsi in «quello che sapevano fare meglio», sviluppando le loro competenze chiave. In secondo luogo, gli economisti finanziari hanno a lungo suggerito agli investitori di diversificare il loro portafoglio. Il terzo

elemento chiama in causa la teoria del valore per gli azionisti. Questa illustrava come il principale obiettivo dell'impresa, e dell'intera economia, fosse quello di massimizzare il prezzo delle azioni attraverso la creazione di valore per gli azionisti. Infine, la teoria dell'agenzia incoraggiava le imprese a legare i compensi dei loro consigli di amministrazione al prezzo delle azioni. Giustificando il collegamento della retribuzione dei manager all'andamento dei titoli della loro impresa.

Abbiamo prima anticipato come esista una tendenza della cultura economica a superare il suo tradizionale ruolo di analisi e interpretazione per manifestare, quando essa non si limita a predire un cambiamento ma lo prescrive come necessario, tendenze di tipo «performativo», contribuendo così essa stessa alla realizzazione del cambiamento prescritto. In questo senso, «alcuni gruppi chiave nei mercati finanziari hanno giocato un ruolo importante nel modellare le strutture e le strategie delle grandi imprese statunitensi» [Dobbin e Zorn, 2005, 286]. «Non è dunque l'efficienza della nuova forma organizzativa che ne decide l'affermazione attraverso la prova della concorrenza, e non c'è un'unica via all'efficienza. Non a caso il mutamento prende forma attraverso la spinta del mondo finanziario e non all'interno dell'industria» [Triglia, 2009, 274]. Per le imprese il risultato è stato lo sviluppo e la legittimazione di un nuovo mito dell'efficienza frutto di un complesso processo di costruzione sociale. «L'inserimento di economisti e manager nella rete ha un ruolo importante, che potremmo definire da catalizzatore: favorisce il rafforzamento della rete stessa attraverso il circuito delle *business schools*, delle università, dei media specializzati, dà forza alle richieste di introdurre il nuovo modello organizzativo, che a questo punto si vale dei meccanismi di isorfismo normativo messi in evidenza dal neoistituzionalismo» [*ibidem*]. Dore osserva inoltre come non siano solo le *business schools* più prestigiose ad essersi «trasformate da campo di addestramento per direttori generali a istituzioni che formano investitori professionisti e ingegneri finanziari, specialmente nel settore delle banche di investimento, dei fondi di private equity e degli hedge funds [...] Alcuni dei laureati migliori e più brillanti dei dipartimenti di fisica e ingegneria sono reclutati dagli *hedge funds* e dalle banche di investimento per la loro rapidità mentale e le loro abilità matematiche. Un ingegnere chimico può guadagnare più soldi come analista di borsa specializzato nel settore chimico di quanti possa ottenerne progettando nuovi prodotti

chimici; i medici intelligenti possono guadagnare di più nelle assicurazioni sanitarie. La finanza, una volta a servizio delle imprese dell'economia reale, ora le deruba delle reclute potenzialmente migliori al fine di controllarle» [Dore, 2009, 58].

Tuttavia, se nel descrivere la diffusione dei miti all'interno dei campi organizzativi la teoria istituzionale vedeva come agenti di cambiamento i manager – e non negli outsider –, in questo caso, invece, gli agenti di cambiamento sono gruppi professionali interni ai mercati finanziari ma esterni alle imprese che, seppur con scarsi contatti diretti, attraverso il loro potere di mercato risultano comunque capaci di esprimere preferenze circa la struttura e la strategia da imporre. È quindi necessario prestare maggiore attenzione al ruolo degli outsider e alla loro forza nella costruzione delle strategie aziendali nonché all'importanza del potere nella promozione delle nuove strategie, combinando assieme interessi, reti e cultura economica [Swedberg, 2003].

Il passo successivo diventa così la realizzazione di uno studio esplorativo a livello macro che consenta di verificare e problematizzare la tesi della convergenza. A questo proposito Ronald Dore [2000], nel descrivere le trasformazioni dei differenti tipi di capitalismo, ha sottolineato come, se da un lato la crescita dell'internazionalizzazione ha realmente prodotto ulteriori spinte alla deregolamentazione – rafforzando le caratteristiche del modello anglosassone –, dall'altro, per quanto concerne i caratteri e il ruolo della finanza, non si registrano invece segni di rafforzamento delle economie coordinate.

A differenza di quando avevano ipotizzato Hall e Soskice [2001], non sembra quindi scontata la riproduzione dei modelli nelle loro forme originarie. Queste riflessioni aprono nuovi scenari che rimettono in discussione la varietà dei capitalismi, teorizzando una migliore capacità di adattamento del modello anglosassone ai vincoli posti dalla globalizzazione. Il risultato finale sarebbe la convergenza tra modelli e l'estensione del sistema di regolazione basato sul mercato – una posizione che, come vedremo, viene sostenuta dalla maggioranza della letteratura economica –. Un aspetto importante di questo processo deriverebbe dalle pressioni che il capitale finanziario, sempre meno “paziente”, esercita sulla corporate governance delle imprese e che, anche grazie al ruolo delle grandi società internazionali di consulenza e valutazione, porta a sancire il primato normativo dello *shareholder value*.

3. Corporate governance, banche e mercati finanziari. Verso la convergenza dei diversi capitalismi?

3.1. Lo schema analitico di Dore

Nei capitoli precedenti abbiamo ricostruito il dibattito teorico all'interno del filone della varietà dei capitalismi per poi passare alla descrizione delle principali teorie sul governo delle imprese. Così, se i primi due capitoli hanno avuto soprattutto una natura teorica, il passo successivo, al fine di saggiare le ipotesi sulla convergenza, diventa quello di fornire uno schema interpretativo che consenta di individuare e descrivere come le principali spinte alla trasformazione si esplichino e interagiscono tra loro in maniera sistemica. Focalizzando l'attenzione sulle trasformazioni intervenute dal 1980 in Gran Bretagna e negli Stati Uniti Dore sottolinea la centralità della dimensione culturale e i suoi effetti “sui modelli di mutamento comuni a tutte le società industriali” [2000, 35]. Lungo questa prospettiva, tra i fattori causali il ruolo delle componenti “strutturali”, ovvero delle innovazioni tecnologiche – con la conseguente riduzione dei costi di comunicazione e trasporto –, passa in secondo piano divenendo un “fattore agevolante”, mentre una maggiore rilevanza viene data al contributo delle principali politiche pubbliche.

Il punto di convergenza delle differenti pressioni sopra richiamate si ritrova nella “crescita dei profitti e del valore per l'azionista osannato come unico obiettivo legittimo dei dirigenti di impresa” [Fig. 1]. In estrema sintesi, anche grazie a scelte di *policy* che, in un'ottica di integrazione internazionale e sviluppo tecnologico, hanno recepito le istanze provenienti dai soggetti operanti sul mercato, il modello del capitalismo manageriale anglosassone ha reso più facile e meno costoso l'accesso al mercato di operatori sempre più informati e sofisticati. In questo contesto:

“il ridimensionamento degli schemi di welfare ha incentivato lo spostamento del risparmio verso i mercati finanziari [...] ai quali anche le imprese si sono rivolte per ottenere

finanziamenti finalizzati non solo agli investimenti reali ma anche per acquisizioni e per modificare assetti proprietari. In particolare il mercato azionario è divenuto la misura del successo della gestione aziendale: obiettivi prioritari sono la crescita e la creazione di valore per gli azionisti (anche con la crescente rilevanza delle *stock option*); al tempo stesso è cresciuta la volatilità e l'”euforia irrazionale”, ed infatti gli anni Novanta si sono caratterizzati anche per diffuse instabilità e crisi finanziarie nazionali e internazionali. La maggiore concorrenza comporta non solo deregulation ma anche una diversa qualità delle regole, meno invasive e più dirette alla creazione di uniformi *playing fields* e, nel caso delle banche, stimolando l'adozione dei modelli ricorrenti, almeno all'interno di equivalenti categorie dimensionali. Il consistente effetto ricchezza, originato dalla buona performance che ha accompagnato per molti anni i mercati finanziari, ha condizionato positivamente l'andamento congiunturale; sempre maggiormente le attività finanziarie acquistano per i singoli operatori importanza analoga a quella tradizionalmente attribuita alle attività reali [Castelnuovo, 2005, 52].

Le dimensioni prese in esame, seppur distinte dal punto di vista analitico, sono nella realtà strettamente interconnesse tra loro. Nel lavoro di Dore, infatti, le trasformazioni nei modelli di welfare, il mutamento delle caratteristiche dei mercati del lavoro e delle relazioni industriali e l'evoluzione del dibattito sul *corporate governance*, banche e mercati finanziari influenzano in maniera congiunta la concezione del ruolo delle imprese e la centralità dell'impostazione della massimizzazione del valore per l'azionista.

Nel modello proposto, infatti, la direzione del cambiamento che ha contraddistinto le politiche di Gran Bretagna e Stati Uniti a partire dal 1980 è chiara e monodirezionale.

La diffusione di un approccio culturale che ripone piena fiducia nella capacità di allocazione delle risorse da parte dei mercati conduce a decisioni di policy che, da un lato, sostengono la deregolamentazione finanziaria e la nascita di nuovi mercati e prodotti finanziari e, dall'altro, favoriscono la diffusione dell'idea della sovranità del consumatore. Si tratta di decisioni che, modificando in profondità l'ambiente istituzionale, possono essere interpretate come fenomeni di isomorfismo coercitivo – per quanto concerne le “regole del gioco” – e di isomorfismo normativo – per quanto riguarda la diffusione e la legittimazione di alcune “visioni del mondo” –.

Una tale trasformazione conduce sia alla diffusione sui media di rubriche su “affari e finanza” e alla proliferazione di promotori finanziari, sia alla trasformazione delle strategie aziendali per quanto riguarda la soddisfazione del proprio fabbisogno finanziario. In questo senso, con il passaggio al reperimento diretto dei fondi sul mercato, i mercati finanziari si trovano ad essere più direttamente coinvolti.

La diffusione di una nuova “cultura finanziaria”, interpretabile con il concetto di “isomorfismo normativo”, conduce inoltre gli individui a considerare la speculazione come una componente crescente del proprio reddito e ciò influenza, insieme al sempre maggiore coinvolgimento dei mercati finanziari, la strategia della banche.

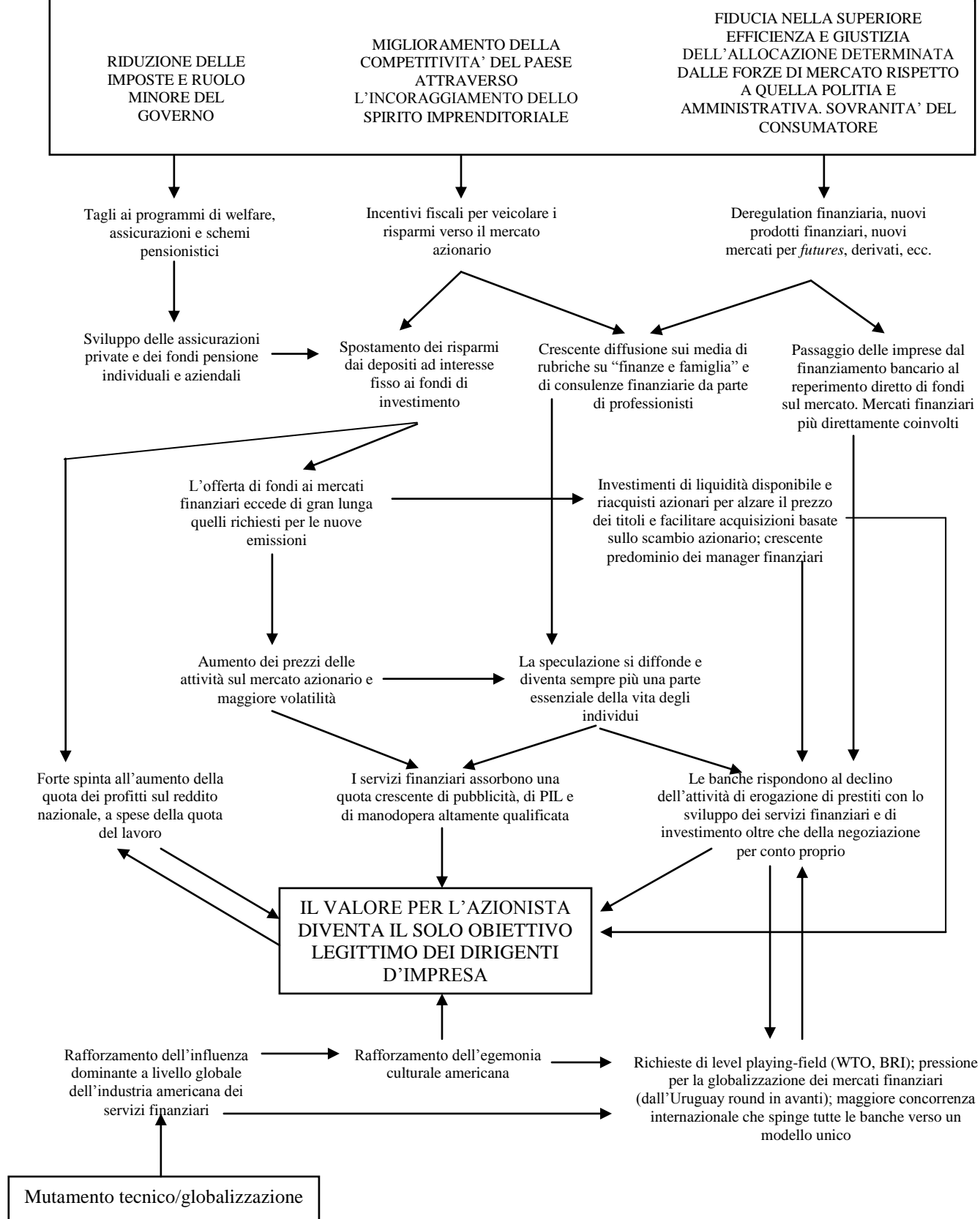
In altre parole, viene stravolto il modo di concepire il nesso tra reddito da lavoro e reddito da capitale, in questo senso, la spinta alla finanziarizzazione – ottenuta anche attraverso sofisticate tecniche di marketing – conduce le famiglie a intravedere nella speculazione una fonte di reddito alternativa, utile per conseguire livelli crescenti di consumo e favorire, attraverso il ridimensionamento del peso dei salari, la redditività delle imprese quotate in borsa. In questa maniera, inoltre, attraverso la creazione della figura dell’investitore–speculatore, viene risolto il conflitto tra la figura del lavoratore e la figura del consumatore [Zamagni 2008, 10].

Gli istituti di credito si trovano così a dover fronteggiare una doppia sfida, da un lato la crescita della componente finanziari nei bilanci della famiglie ridimensiona l’importanza dei depositi tradizionali, dall’altro, l’ampliamento del mercato finanziario spinge le imprese a sostituire i prestiti tradizionali con il finanziamento sul mercato. A tale declino le banche rispondono con lo sviluppo di servizi finanziari e di investimento e con la negoziazione per conto proprio.

Questo cambio di strategia porta a due conseguenze. Anzitutto viene rinforzata la tendenza delle imprese a ricercare la massimizzazione dello shareholder value e, in secondo luogo, la maggiore concorrenza spinge le banche in direzione di una convergenza verso un modello unico. Anche in questo caso, gli strumenti analitici proposti dai neoistituzionalisti possono fornire una chiave di lettura utile all’interpretazione delle trasformazioni. Nella prospettiva neoistituzionale, infatti, se la crescente richiesta degli attori sovranazionali (WTO, BRI) può essere compresa nei

termini di “isomorfismo coercitivo”, la tendenza alla convergenza delle differenti strategie può essere letta come “isomorfismo mimetico”.

Tab. 3 - Le principali politiche in Gran Bretagna e negli Stati Uniti dal 1980



Fonte: Dore, 2001, pp. 36-37

Abbiamo visto come tuttavia Salvati [2001] metta in discussione tale impianto; infatti, pur riconoscendo il ruolo della dimensione politica e culturale nella trasformazione, ritiene che l'affermazione dell'impostazione anglosassone sia soprattutto il frutto di un'esigenza "strutturale profonda, legata ad un difficile passaggio di fase del capitalismo" [Salvati, 2001, 15]. Diversamente Zamagni, in linea con le conclusioni di Dore, nota come "da quando ha iniziato a prendere forma quel fenomeno di portata epocale che chiamiamo globalizzazione, la finanza non solamente ha accresciuto costantemente la sua quota di attività in ambito economico, ma ha progressivamente contribuito a modificare sia le mappe cognitive delle persone sia il loro sistema di valori" [Zamagni 2008, 2].

Pertanto, una volta ricostruito il quadro teorico all'interno del quale si è sviluppato il dibattito sulla varietà dei capitalismi e dopo aver messo in evidenza i principali elementi che caratterizzano i differenti approcci alla gestione delle imprese, il passo successivo diventa quello di iniziare a indagare la reale portata dei processi di convergenza – sia a livello macro che a livello micro – che sembrano accomunare, seppur con sfumature diverse, la letteratura precedentemente richiamata.

Così, se nelle prossime pagine focalizzeremo l'attenzione sulle tendenze a livello macro, il quinto capitolo vedrà invece un'analisi sulle strategie di un campione di banche italiane. L'obiettivo è infatti duplice: da un lato, si vuole problematizzare il "modello" di Dore descrivendo come, nonostante la presenza di pressioni comuni, la convergenza non sia in realtà un processo scontato; dall'altro, si vuole mostrare come, all'interno di uno stesso quadro istituzionale, permangano ancora differenze nelle strategie adottate dai principali gruppi bancari nazionali. In questo caso, infatti, dopo aver ricostruito l'evoluzione storica del quadro normativo – capitolo quattro – si cercherà di constatare se il processo di intermediazione e finanziarizzazione dei bilanci caratterizza in maniera differente i tre gruppi presi in esame.

Il primo quesito riguarda quindi la reale portata dei processi di convergenza. In questo caso l'ipotesi è che, nonostante la presenza di una tendenza comune, i principali paesi indagati mantengano una sostanziale diversità sia per quanto concerne gli standard di corporate governance prevalenti sia rispetto alle caratteristiche dei sistemi bancari e finanziari.

3.2. L'evoluzione degli assetti proprietari in Europa ed i limiti del modello anglosassone

Il primo elemento da prendere in considerazione riguarda la reale portata dei processi di omologazione per quanto concerne i modelli di governo delle imprese. Ci siamo quindi domandati se, anche in Europa, si sia gradualmente affermato un sistema basato sulla creazione di valore per gli azionisti. La ricognizione della letteratura, soprattutto di matrice economica, sembra confermare le nostre ipotesi. Infatti, nonostante le pressioni descritte, le differenze nella composizione della base azionaria tra le imprese del modello anglosassone e quelle del modello continentale rimangono marcate. Oltre alla differente concentrazione del controllo – diffusa la prima, fortemente concentrata la seconda – è possibile osservare alcuni elementi caratterizzanti, derivanti dalla *path dependence* istituzionale e culturale, che “permettono ancora oggi di identificare alcune ben definite fisionomie di governo d’impresa e di assetti proprietari” [Colli, 2006, 12].

Quello inglese rimane un sistema prevalentemente orientato al rendimento finanziario con *public companies* senza padroni ma con forti controllori. Tuttavia, nonostante l’idea comune, gli attori – soprattutto investitori istituzionali – sono pochi e strettamente collegati tra loro attraverso partecipazioni incrociate o relazioni molto consolidate, “prevale, quindi, un sistema di controllo dinamico e a geometria variabile che si irradia da un gruppo di grandi investitori sull’intera galassia delle imprese quotate” [Gross-Pietro, Reviglio e Torrisi, 2001, 10].

Nell’Europa continentale, invece, si registra la crescita delle quote di mercato *retail* delle imprese quotate, così come del tasso di penetrazione del capitale estero. È dunque lecito domandarsi se le complesse reti di partecipazione del capitalismo continentale possano rappresentare una fase di transizione nel passaggio da economie miste a economie di mercato. La ricerca di maggiore liquidità e redditività a breve termine potrebbe infatti contribuire a sciogliere le complesse “ragnatele” e promuovere il passaggio a una seconda fase post-privatizzazioni: da un capitalismo finanziario a rete a un capitalismo di mercato o degli investitori istituzionali. Tuttavia, dato che “la separazione tra proprietà e controllo ha assunto forme diverse sia nel tempo che nello spazio, non è appropriato vedere nella *public company*, assai diffusa negli Stati Uniti –

ma non nel resto del mondo –, il naturale punto di arrivo di questo processo⁴⁸, [Barucci, 2006, 29]; inoltre, analogamente a quanto messo in evidenza con l'introduzione del concetto di “campo organizzativo”, “il processo evolutivo di cui si occupa l'analisi economica è un processo lamarckiano più che darwiniano: le nazioni, le organizzazioni, gli operatori possono volontariamente cercare di modificare il loro grado di adattamento ambientale cambiando le regole del gioco, cambiando le istituzioni che definiscono quelle regole, modificando la tecnologia e le soluzioni organizzative” [Trento, 2012, pp. 36–37].

Nonostante ciò, è innegabile che oggi le logiche di mercato spingono a ridimensionare il legame tra holding familiari e istituzioni finanziarie, favorendo l'apertura al capitale di mercato come presupposto per la nascita di *public companies*. Nel nuovo contesto competitivo, non solo i tradizionali strumenti – strutture piramidali, catene di controllo o scatole cinesi – diventano troppo onerosi, riducendo così il rendimento, ma vengono anche mal visti da investitori e azionisti che, conseguentemente, li penalizzano. In altre parole, se “nei paesi dell'Europa continentale, i benefici derivanti dall'onore e dal prestigio possono portare, a loro volta, benefici per quanto riguarda le opportunità e le condizioni di finanziamento che si ottengono sui mercati di capitali (e) il fondamento logico è che, alla lunga, i benefici privati portano anche benefici finanziari. Sui mercati anglosassoni la logica è opposta: benefici finanziari portano benefici privati” [Gros-Pietro, Reviglio e Torrisi, 2001, 13].

Nonostante ciò, è possibile che il modello descritto si ridimensioni – con la diminuzione delle partecipazioni strategiche e di controllo di holding finanziarie e familiari, ma anche di banche e assicurazioni – o sviluppi un sistema di gestione più dinamico, con la diluizione della proprietà dell'impresa madre. In ogni caso, il processo di convergenza non è immediato e permangono ancora oggi forti differenze culturali, istituzionali e regolamentari, fiscali, nella concentrazione dei grandi azionisti, così come nelle modalità di organizzazione delle strutture di controllo tra i paesi europei.

⁴⁸ A questo proposito “nel panorama internazionale, la *public company* rischia di essere l'eccezione piuttosto che la regola” [Barucci, 2006, 29]: “solo un terzo delle imprese più grandi dei 27 paesi più ricchi al mondo è a proprietà diffusa e questo significa che la *public company* è un modello non prevalente” [Trento, 2012, 43].

Emergono similitudini tra i paesi latini di Italia e Francia mentre si conferma, nonostante le “tensioni”, la stabilità del “cuore finanziario” della Germania.

Lungo questa prospettiva, non è possibile comprendere le caratteristiche del modello tedesco di *corporate governance* senza prendere in considerazione i meccanismi di formazione del capitalismo industriale. Fin dalle origini, infatti, la stretta relazione che si instaura tra impresa e società influenza alcuni elementi della governance – come il diretto coinvolgimento dei lavoratori – che persistono ancora oggi. Tale impostazione, che caratterizzerà il sistema tedesco anche dopo la seconda guerra mondiale, si basa sul concetto di “economia sociale di mercato”, “il cui principio di fondo è sintetizzabile nell’accettazione dei principi dell’economia capitalistica corretti da una regolazione che tende a preservare l’equilibrio e la coesione sociale” [Colli, 2006, 94]. Lo slogan “tanto mercato quanto possibile, tanto Stato quanto necessario” presupponeva infatti che le forze sociali ed economiche – a livello nazionale e locale – dovessero “collaborare per raggiungere il massimo equilibrio tra competitività economica e giustizia sociale” [Gros–Pietro, Reviglio e Torrisi, 2001, 296].

In questo contesto, l’esperienza della grande impresa tedesca, basata su una visione collettivistico-cooperativa nella quale le banche sono uno degli attori chiave, si muove in una prospettiva radicalmente opposta rispetto a quella americana. Gli istituti di credito rivestono infatti un ruolo cruciale nel finanziamento della grande impresa, contribuendo così a plasmarne da un lato gli assetti proprietari e, dall’altro, i comportamenti e le strategie [Colli, 2006, 95]. Le ragioni culturali alla base della concezione relazionale del capitalismo tedesco vengono ben esemplificate da Charkham: si tratta di “due modi diversi di concepire il prestito di denaro [...] In Giappone e Germania le banche hanno una visione di lungo periodo fin dall’inizio. Se vale la pena prestare, allora è meglio prestare a lungo termine; se vale la pena prestare a lungo vuol dire che probabilmente si presterà ancora in un secondo momento. Con questo indirizzo le banche hanno potuto conoscere le imprese a cui prestavano denaro e le persone che le gestiscono, in modo da poter valutare, aiutare e guidarle” [1989, pp. 8–9]. La funzione bancaria, quindi, non si limita alla concessione di prestiti ma si estende al controllo e al sostegno alla gestione dell’impresa cosicché “le banche d’affari tedesche [...] furono nella loro funzione di fornitori di capitali un sostituto della scarsità

di ricchezza privata dedicata all'impresitoria. Ma esse furono anche un sostituto delle scarse capacità degli imprenditori [...] Erano loro che molto spesso delineavano il percorso strategico della crescita dell'impresa" [Gerschenkron, 1968, 137].

Negli ultimi due decenni sembra tuttavia iniziata una trasformazione strutturale che avvicina gradualmente la Germania a modelli prevalentemente basati su una regolazione guidata dal mercato. Così, se da un lato la maggiore competizione tra banche sposta l'attenzione sul lato della domanda – oggi le imprese, soprattutto se grandi, sono infatti in grado di scegliere tra varie istituzioni finanziarie – dall'altro, la crescita dei mercati internazionali e la crescente indipendenza finanziaria delle imprese tedesche, tendono a indebolire la relazione con le banche universali tradizionali. Ciò ha spinto le banche a specializzarsi nelle funzioni di banche d'affari e nella gestione del risparmio [Gros–Pietro, Reviglio e Torrisi, 2001, 293–295].

Diverso e particolare è invece il caso inglese, fondato sul “mito” della *public company* come strumento di promozione di un capitalismo diffuso e democratico. Nonostante ciò, proprio nella patria del capitalismo popolare, il potere di controllo viene concentrato nelle mani di un ristretto gruppo di soggetti che di fatto controllano le maggiori imprese del paese. Si assiste quindi ad uno sfasamento tra le premesse teoriche, che avvicinano il modello a quello della concorrenza perfetta, e i risultati empirici, che vedono una concentrazione del potere simile a quello delle imprese del capitalismo renano, seppur vestita di abiti diversi. A questo proposito conviene sottolineare un ulteriore elemento che, come vedremo nelle analisi successive, chiama in causa la *path dependence*: infatti, anche nel Regno Unito, gli investitori istituzionali sono prevalentemente di emanazione bancaria o assicurativa – e non soggetti istituzionalmente autonomi come invece accade negli Stati Uniti –, mentre le attività dei fondi pensione sono per la maggior parte affidati a gestori privati.

Questa caratteristica strutturale dei mercati europei, basati poli di aggregazione proprietaria costituiti prevalentemente da conglomerati finanziari coalizzati tra loro, rende il mercato meno fluido rispetto a quello statunitense. In altre parole “in Europa “ci si accorda” e questo, se da una parte rende gli assetti proprietari più stabili, dall'altra parte vanifica molte delle qualità di un mercato più aperto e con un maggior numero di

attori indipendenti come quello americano” [Gross–Pietro, Reviglio e Torrisi, 2001, 18].

Nel Regno Unito, ad esempio, il controllo delle *public companies*, attraverso il sistema delle deleghe di voto e dell’affidamento delle attività, si concentra nelle mani di una ventina di grandi investitori istituzionali. A differenza di quanto avviene nei sistemi dell’Europa continentale, l’esercizio del controllo non si realizza quindi attraverso “nuclei stabili” in singole aziende o gruppi di aziende, ma mediante il monitoraggio simultaneo dell’intero mercato azionario e l’attivazione, quando necessario, di nuclei a geometria variabile. Così, quando un’impresa opera bene la proprietà rimane diffusa mentre si contrae in una forma concentrata quando subentrano problemi o congiunture particolari. L’ingresso degli investitori istituzionali è in ogni caso temporaneo e finalizzato all’utilizzo dell’opzione *voice*.

Questo consente di individuare tre caratteristiche del nucleo di controllo nel modello del Regno Unito: stabilità, dinamicità e architettura a geometria variabile. Il modello vede infatti il coinvolgimento di nuclei stabili di alleati, con interventi che passano da una società ad un’altra e durano soltanto il tempo necessario. La configurazione degli investitori e dei gruppi di investitori, invece, cambia a seconda degli accordi taciti e delle opportunità contingenti cosicché, proprio in virtù dell’estrema liquidità e profondità del mercato azionario inglese, anche la dimensione dell’intervento può variare a seconda dei casi.

In prima battuta possiamo quindi osservare come la differenza tra i due modelli sia prevalentemente di metodo. Da un lato avremo un controllo dinamico che da un gruppo di grandi imprenditori si sviluppa sull’intero spettro di imprese quotate; dall’altro, la formazione di nuclei di controllo – di singole imprese o gruppi di imprese – attraverso relazioni di proprietà stabili e durature che rendono il controllo statico e unidirezionale. Abbiamo anche richiamato come il modello inglese, rispetto a quello statunitense, presenti una maggiore concentrazione del controllo e quindi, in maniera speculare, un minore pluralismo. Nel sistema di proprietà americano, come abbiamo descritto nel capitolo precedente, i numerosi fondi pensione e i fondi di investimento – attivi anche sul versante del controllo – si pongono come soggetti istituzionali indipendenti,

affiancando investitori industriali e banche. A questo proposito è inoltre interessante notare come:

“le alleanze e gli accordi tra gli investitori (siano) informali e taciti. Domina [...] la cultura inglese dei club, una tradizione antica, che ha permesso alla classe dominante britannica di mantenere nei secoli la propria posizione e i propri privilegi, e che oggi sopravvive nel capitalismo inglese, con un elegante compromesso tra capitalismo di mercato e diffusione della proprietà, e ruolo delle oligarchie tecnocratiche organizzate attorno ai cosiddetti conglomerati della finanza (assicurazioni, banche e *merchant banks*) nati sull'onda della deregulation” (ivi, 106).

Come si può notare, si tratta di un fenomeno a suo tempo già individuato e descritto da Weber⁴⁹ [1924] nel saggio sulla borsa. Ciò che qui emerge è come nel processo di costruzione sociale e di rafforzamento del modello, accanto alla dimensione relazionale

⁴⁹ La tradizione classica è riuscita a cogliere l'importanza della borsa e del gioco speculativo nello sviluppo del mercato capitalistico. Weber [1924; trad. it, 1985,] mette in evidenza come borsa e speculazione siano fondamentali per reperire la liquidità necessaria a consentire, attraverso lo sviluppo del commercio, l'estensione del mercato e quindi l'afflusso di sempre nuovi capitali. Tuttavia, affinché questi effetti positivi possano interamente manifestarsi, trasformandosi anche in «strumenti di potenza» al servizio della nazione, diventano necessarie forme di governo della borsa capaci di valutare la reputazione. Non è quindi possibile comprendere la borsa soltanto in termini utilitaristici. La borsa, tanto in Gran Bretagna come negli Stati Uniti – ma non in Germania – è infatti un'«aristocrazia del denaro» che richiede adeguati standard etici ed esercita, anche attraverso l'ereditarietà dei posti, un forte controllo sociale [Trigilia, 2002, 186]. In altre parole il contributo di «Weber (valorizza) il ruolo della borsa per lo sviluppo del capitalismo, (enfaticizza) la dimensione del potere e la lotta per il potere in essa presente, e (sottolinea) il ruolo cruciale della fiducia e della reputazione per il buon funzionamento dell'organizzazione borsistica» [Mutti, 2008, 13]. Accanto a Weber anche Simmel ha sviluppato alcune fondamentali riflessioni sul ruolo del denaro, della fiducia e delle reti sociali sia nel generale funzionamento del sistema finanziario sia nello sviluppo del capitalismo. Se la fiducia accordata alla moneta legale – quale mezzo generale di scambio che decontestualizza le relazioni sociali – diventa per estensione fiducia nella legittimità dello stato e nella competenza degli esperti, la borsa, centralizzando le transazioni monetarie, accentua ulteriormente il carattere astratto del denaro, contribuendo ad espandere l'attività economica e soprattutto l'ampiezza dei gruppi ai quali viene garantita l'affidabilità della moneta [Mutti, 2008, pp. 13-14]. Così, per svolgere la sua funzione propulsiva, il denaro necessita di un presupposto non economico fondamentale: la fiducia; «L'accumulazione di capitale presuppone dunque un'accumulazione di fiducia e questa condizione culturale è a sua volta sostenuta da fattori istituzionali: la legittimazione e l'efficacia del potere politico e le garanzie fornite dall'ordinamento giuridico» [Trigilia, 2002, 152]. Ogni transazione necessita infatti di presupposti non economici e, allo stesso tempo, modica le relazioni sociali, i valori e gli stili di vita. E poiché la fiducia nel denaro si fonda su una «forma debole di sapere induttivo» legata all'esperienza passata, ma anche su una dimensione emozionale più profonda «di natura socio-psicologica, simile alla fede religiosa», le dimensioni cognitive ed emotive hanno dunque un fondamento relazionale riferito alla rete sociale nella quale avviene lo scambio e che garantisce il valore della moneta [Mutti, 2008, pp. 13-16].

del capitale sociale⁵⁰, risulti centrale il ruolo della dimensione politica. Non è quindi un caso che l'idea dei conservatori inglesi fosse quella di promuovere una *shareholder society* attraverso l'imposizione di un "capitalismo popolare" legato alle privatizzazioni e alla creazione di *public companies* con capitale diffuso tra milioni di azionisti individuali. In questo senso, "le privatizzazioni inglesi [...] hanno fortemente accresciuto il ruolo degli investitori istituzionali nella sistema della proprietà inglese. Il passaggio da un capitalismo individuale a un capitalismo finanziario ha trovato nelle privatizzazioni una delle sue principali determinanti" [Gros-Pietro, Reviglio e Torrisi, 2001, 110]. Un'impostazione che, come vedremo, avrebbe dovuto caratterizzare anche le trasformazioni che hanno recentemente coinvolto il capitalismo italiano.

Tuttavia, la peculiarità inglese di una proprietà solo apparentemente diffusa non significa che le *public company* a "capitale diffuso" non esistano, ne tanto meno la presenza di partecipazioni incrociate sia direttamente confrontabile con lo schema che contraddistingue i capitalismi continentali. Le differenze culturali rimangono infatti notevoli, nel sistema inglese non esistono conglomerati industriali-finanziari che attraverso le partecipazioni incrociate mantengono il controllo su vasti conglomerati di imprese. Viceversa, in comune con gli altri sistemi europei rimane il fatto che, nella patria del capitalismo popolare, larga parte delle imprese quotate viene controllata da un gruppo ristretto di grandi istituzioni finanziarie attraverso il ricorso a quote modeste di capitale⁵¹.

Nonostante ciò, il "mercato" rimane una presenza forte mentre il fatto che i team di analisti finanziari che danno "voce ai mercati" appartengano a molte società differenti e in concorrenza tra loro viene ritenuto una garanzia che ridimensiona il potere del "club

⁵⁰ L'uso esplicito del concetto di "capitale sociale" si manifesta negli anni '60 grazie al contributo di Bourdieu ma sarà soprattutto con il lavoro di Coleman [1990] che l'espressione inizia a diffondersi. Per Coleman il capitale sociale può essere definito come «l'insieme delle relazioni sociali di cui un soggetto individuale – per esempio un imprenditore o un lavoratore – o un soggetto collettivo – privato o pubblico – dispone in un determinato momento» [Coleman, 1994, 170]. Come è possibile notare, questo approccio insiste in maniera maggiore sulle reti sociali come base del capitale sociale, e non sulla generica disponibilità alla cooperazione e fiducia radicata in una certa cultura condivisa [Triglia, 2009; Bagnasco *et al.*, 2001], come ad esempio fanno Putnam [1993] o Fukuyama [1995].

⁵¹ In questo modello, infatti, la componente politica è centrale: "le grandi istituzioni finanziarie della City erano per lo più a favore del programma di governo (conservatore), non perché teorizzassero la bontà politica del capitalismo popolare, ma perché erano consapevoli del fatto che più il capitale di una *public company* è diffuso più diventa facile controllarla con poche quote al vertice" [Gros-Pietro *et al.*, 2001, 110].

dei padroni”, anche se non è in grado di sciogliere i nodi riguardo alle interpretazioni legittime e quindi alle forme di “isomorfismo normativo” o i conflitti di interesse che si sono recentemente verificati nel caso delle agenzie di rating [Mutti, 2008]. Tuttavia, anche in questo caso, visto che il potere di controllo si concentra in misura maggiore nelle mani dei manager dei fondi – soprattutto delle compagnie assicurative –, che indirettamente rappresentano quasi due terzi del mercato azionario, possono crearsi dei rapporti informali tra coloro che possiedono i fondi e manager degli stessi nella pianificazione e gestione delle partecipazioni rilevanti e strategiche. Pertanto il “mito” della *public company* deve essere in parte rivisto. Ciò significa che, nonostante l’opinione comune, esiste uno scarto tra modelli reali e costruzioni ideali; un fenomeno già sommariamente descritto a proposito delle teorie sulla *corporate governance*. Inoltre, poiché nelle pagine precedenti abbiamo fatto un continuo richiamo al modello della società a proprietà diffusa, senza tuttavia fornirne una definizione precisa tanto delle caratteristiche costitutive e dei limiti, quanto dell’evoluzione storica; prima di proseguire conviene quindi richiamarne brevemente i tratti essenziali.

Bearle e Means [1932] hanno descritto il paradigma della *public company*, come un sistema dove la base azionaria è composta da un numero elevato di investitori – individuali e collettivi –, senza quote di controllo appartenenti a famiglie o altre istituzioni, e dove il senior manager non detiene rilevanti quote. Per assicurare il buon funzionamento delle imprese deve inoltre esistere un numero elevato di società quotate, un mercato liquido con contrattazioni frequenti e con pochi intrecci di partecipazioni. Sulla base di queste considerazioni il modello di controllo delle *public companies* attraverso il mercato si basa su cinque assunzioni [Gros-Pietro, Reviglio e Torrisi, 2001, pp. 356–360]:

- gli azionisti sono numerosi e frazionati e nessuno di essi è singolarmente in grado di controllare il management;
- la categoria più influente di azionisti è rappresentata dagli investitori istituzionali che, non avendo intenzione di inserirsi nella gestione, perseguono una combinazione efficiente di rischio e rendimento in maniera coerente con la propria immagine verso i risparmiatori. Così, visto che le scelte sono vincolate da

parametri relativi alle imprese – paese e settore, *rating*, target di performance – il loro comportamento può essere considerato oggettivo;

- la valutazione delle imprese emittenti è effettuata pubblicamente da una pluralità di analisti in competizione tra loro, il cui successo professionale deriva dalla qualità delle valutazioni che emettono;
- il management è libero di agire, ma si trova in competizione con gli altri manager per attrarre capitale. Quando la combinazione tra rischio e rendimento offerta risulta essere poco soddisfacente, gli investitori lo abbandonano esponendo l'impresa al rischio di scalata. Il perseguimento degli obiettivi degli investitori è inoltre favorito da opportuni strumenti di incentivazione come le *stock option*;
- autorità dotate di adeguati poteri sorvegliano il regolare funzionamento del mercato. Questo spiega come possa funzionare un sistema capitalistico dove il comando dell'impresa viene attribuito al capitale anche quando nessun capitalista può o vuole comandare.

Ancora una volta, per comprendere meglio lo scarto tra teoria ed evidenza empirica, conviene richiamare i principali limiti del paradigma già segnalati dalla letteratura sulla *corporate governance*. Anzitutto, dal punto di vista teorico, l'asimmetria informativa tra manager e investitori impedisce a quest'ultimi di valutare la redditività delle scelte a medio e lungo termine. L'enfasi sui rapporti trimestrali – alla base della valutazione e della possibile rimozione dei manager – ha quindi messo in evidenza il rischio di miopia (*short-terminism*). Inoltre, l'asimmetria informativa, nonostante il contributo degli analisti, può impedire di valutare comportamenti opportunistici da parte del management. “Si viene così a creare una zona grigia di discrezionalità sulla quale il mercato non è in grado di esercitare un reale controllo per carenza di informazioni. Tale zona è tanto più ampia quanto più sono aleatorie le variabili che stanno alla base delle decisioni” [Zattoni, 2006, 358). In secondo luogo, dal punto di vista empirico, anche nel Regno Unito non è presente una cesura totale tra proprietari del capitale e dirigenti del controllo: infatti, anche se non vi sono azionisti di riferimento in senso continentale, nel concreto operano azionisti che in assemblea fungono da abituali interlocutori del management. Nonostante ciò, la separazione tra proprietà e controllo, anche se non totale, si realizza in maniera formalizzata: l'esistenza di un controllo

dinamico a geometria variabile garantisce infatti buone performance. La presenza di una molteplicità di canali d'informazione all'interno di uno stesso contesto culturale svincola i destini di investitori e imprese senza però implicarne la totale estraneità. Tuttavia, proprio per il carattere informale e di club delle relazioni permane una problematicità legata alla convivenza all'interno dello stesso gruppo delle funzioni di banca d'affari e d'investitore. Ne deriva una delicata contiguità tra chi, dall'esterno, valuta oggettivamente le prospettive delle imprese, tra chi è chiamato a collaborare ai loro piani strategici e tra chi è preposto a investire su di esse.

In estrema sintesi possiamo notare come, nonostante le resistenze e la spinta contrapposta tra diffusione e concentrazione del potere, la transizione iniziata dopo il crollo del Muro di Berlino mette a oggi confronto modelli e concezioni diverse di capitalismo lungo un percorso che sembra avere come ultimo approdo un modello unico, frutto di una sintesi tra capitalismo dell'individuo e capitalismo della comunità e centrato sul ruolo della *public company*. Se questa è l'impostazione prevalente nella riflessione di Gros-Pietro, Reviglio e Torrisi [2001] e in quella di Salvati [2001] altri lavori sembrano ridimensionarne la portata. Come vedremo, Barucci [2006], pur descrivendo un processo di ibridazione simile, sviluppa conclusioni diverse e in una certa maniera più vicine a quelle formulate dalla sociologia economica che, pur ipotizzando una possibile ibridazione dei differenti contesti istituzionali, vede la convergenza come uno dei possibili esiti senza tuttavia considerarla una strada obbligata. In ogni caso, a prescindere dall'evoluzione dei differenti assetti istituzionali, il mercato unico delle merci e dei servizi è oramai una realtà consolidata e, per molte imprese, l'omogeneizzazione dei mercati mondiali ha determinato un aumento delle economie di scala e un incremento delle dimensioni minime d'investimento. Nella nuova situazione, infatti, il mercato che alloca il capitale di rischio richiede l'utilizzo di strumenti ritenuti adeguati – cultura aziendale, missione di mercato, modalità di governo – per la piena valorizzazione degli azionisti. Tale modo di procedere, tipico dei mercati anglosassoni e del loro modello di controllo delle imprese, non caratterizza però l'Europa continentale sulla quale permane un mix di ostacoli culturali, politici e strutturali che ridimensionano il processo di omogeneizzazione. “La resistenza alle spinte verso la convergenza [...] è largamente spiegabile ricorrendo proprio a fattori di

matrice istituzionale e culturale, che non possono essere trascurati o ridotti a variabili ininfluenti” [Colli, 2006, 67].

Se questo è il contesto europeo rimane adesso da comprendere cosa è accaduto negli ultimi anni rispetto ai mercati dei capitali e alle strategie messe in campo dai principali gruppi bancari europei, tra i quali sono ricompresi anche i tre principali gruppi italiani, che saranno oggetto di uno specifico approfondimento nell’ultimo capitolo.

3.3. L’evoluzione delle strategie bancarie

Nei paragrafi precedenti abbiamo cercato di problematizzare lo schema interpretativo proposto da Dore evidenziano come, nonostante le pressioni legate alla crescente integrazione dei mercati, il processo di convergenza verso un modello che metta al centro la creazione di valore per l’azionista non sia così scontato. Si osserva semmai una certa ibridazione tra i differenti casi nazionali, come ad esempio accade con le esperienze sperimentate dalle imprese giapponesi e oggi divulgate nelle scuole di management [Trento, 2012].

Il passaggio successivo è invece legato alla verifica delle ipotesi del modello per quanto concerne le strategie delle banche. A questo proposito due erano le implicazioni principali: da un lato, veniva ipotizzata una crescita costante della componente legata alla finanza, con “banche (che) rispondono al declino dell’attività di erogazione di prestiti con lo sviluppo dei servizi finanziari e di investimento oltre che (con la) negoziazione per conto proprio”; dall’altro, come diretta conseguenza della prima ipotesi, una graduale omogeneizzazione delle strategie dei diversi soggetti che, anche in virtù della sempre maggiore concorrenza internazionale, avrebbe spinto “tutte le banche verso un modello unico” [Dore 2001].

Per saggiare queste ipotesi è stata realizzata una prima osservazione descrittiva a livello macro. Il confronto tra le performance dei principali istituti europei, aggregati su base nazionale, può contribuire – anche in virtù delle evoluzioni del modello di gestione delle imprese prima richiamate – a gettare una luce sul reale impatto del processo di convergenza.

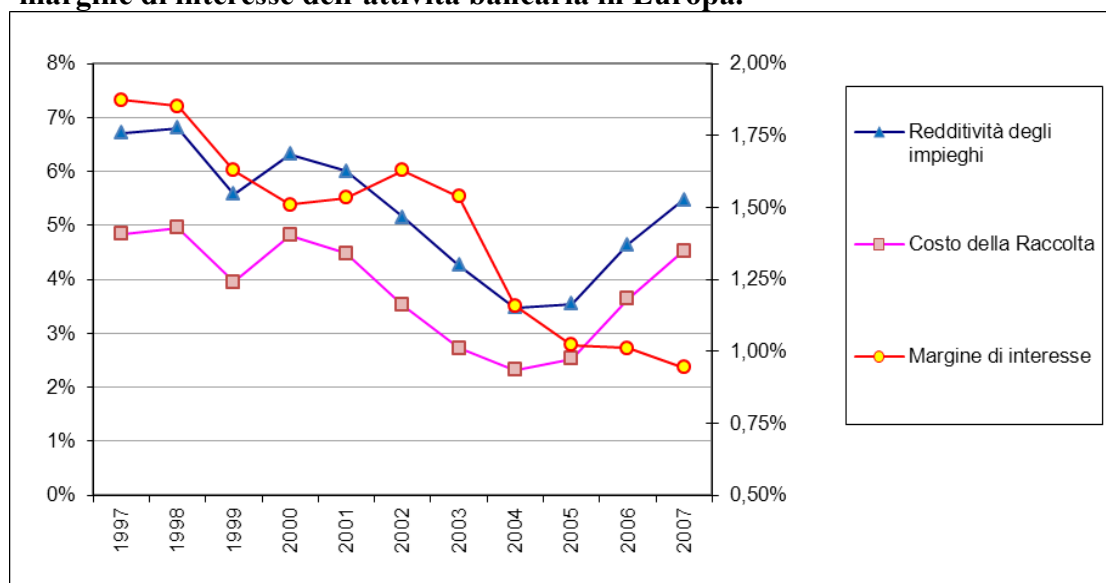
Dal punto di vista metodologico, invece, la nostra analisi riprende il lavoro di Pierobon [2009, pp. 77–97] che, utilizzando i dati di bilancio⁵², prende spunto dall’analisi della redditività dell’attività creditizia per poi mostrare come gli intermediari europei si siano gradualmente spostati – anche attraverso l’uso della leva finanziaria per incrementare il rendimento dei capitali investiti – dall’attività tradizionale ai mercati finanziari.

Il periodo di riferimento è il decennio compreso tra il 1997 e il 2007. Come osserveremo nel quarto capitolo, quando dalla dimensione macro sposteremo il fuoco della nostra analisi a livello micro, si tratta di una fase racchiusa tra le trasformazioni intervenute a livello giuridico – TUB e TUF – e l’inizio della crisi finanziaria globale, che non soltanto ha ridimensionato la crescita complessiva dei paesi sviluppati ma ha profondamente inciso sulle strategie bancarie e sulla dimensione finanziaria. Parliamo quindi di un periodo particolarmente “fertile” per indagare le trasformazioni intervenute.

Scendendo nel dettaglio, la tesi di Dore sembra trovare conferma nell’analisi del margine di interesse – calcolato come la differenza tra redditività degli impieghi e costo della raccolta –, sostanzialmente dimezzato tra il 1997 e il 2007 (Graf. 1).

⁵² La nostra analisi utilizza gli stessi dati trattati da Pierobon [2009]. Nel dettaglio si tratta di dati di bilancio di un campione dei 20 maggiori intermediari europei tra i quali rientrano tre banche italiane – Unicredit, Intesa Sanpaolo e Monte dei paschi di Siena – e delle cinque principali banche commerciali statunitensi. Del campione fanno parte, oltre agli intermediari italiani prima richiamati, Deutsche Bank e Commerzbank per la Germania; BNP Paribas, Crédit Agricole e Société Générale per la Francia; UBS e Crédit Suisse per la Svizzera; Royal Bank of Scotland, HSBC, Barclays, Lloyds TSB e HBOS per la Gran Bretagna; Banco Bilbao Vizcaya e Banco Santander per la Spagna; Fortis, Dexia e ING per il Benelux; Citigroup, JP Morgan, Bank of America, Wells Fargo e Wachovia per gli stati Uniti. La fonte utilizzata da Pierobon, e ripresa nelle nostre analisi, è la banca dati Bankscope, integrata, ove necessario, con i dati originari dei singoli bilanci [Pierobon 2009, 77-80].

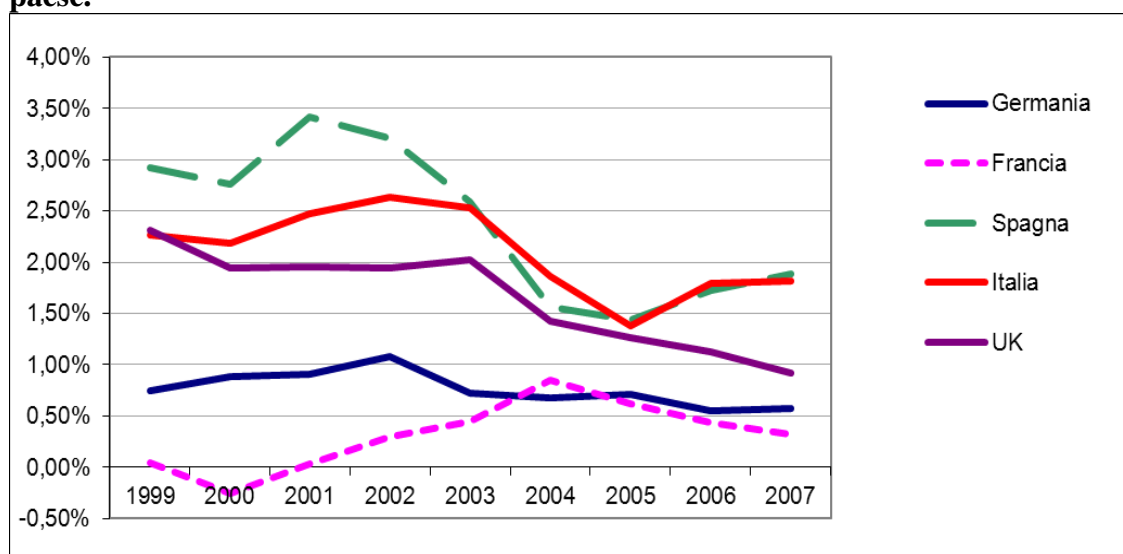
Graf. 1 – Evoluzione della redditività degli impieghi, del costo della raccolta e del margine di interesse dell'attività bancaria in Europa.



Fonte: elaborazioni dell'autore su dati Pierobon [2009]

Tuttavia, questa evoluzione, pur mostrando un andamento comune, evidenzia significative differenze tra i singoli paesi (Graf. 2). Così, se in Italia e Spagna la redditività dell'attività bancaria tradizionale ha mantenuto livelli più elevati, gli altri paesi mostrano una consistente riduzione.

Graf. 2 – Evoluzione della marginalità sull'attivo dei principali gruppi distinti per paese.

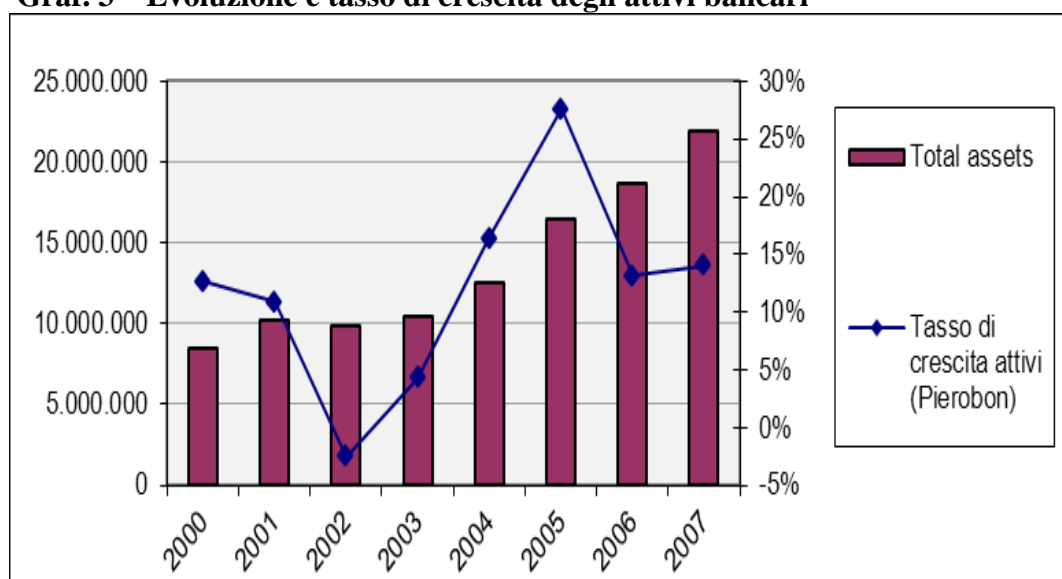


Fonte: elaborazioni dell'autore su dati Pierobon [2009]

Per quanto concerne il nostro problema di ricerca non sembra quindi verificata l'ipotesi della convergenza. Come vedremo meglio nel prossimo capitolo, quando descriveremo i fattori di contesto che contribuiscono a spiegare gli andamenti delle banche del nostro paese, le condizioni istituzionali continuano a influenzare le strategie degli intermediari e nonostante sia evidente – almeno fino agli albori della crisi finanziaria – che il contributo delle attività tradizionali decresce nel tempo non possiamo parlare di una convergenza verso un modello unico né per quanto concerne la *corporate governance* delle imprese né per quanto riguarda le strategie bancarie.

La seconda ipotesi che abbiamo cercato di verificare era invece direttamente collegata alle risposte dei singoli istituti al declino delle attività tradizionali. Ciò che è interessante notare è come, anche in virtù del processo di concentrazione che ha riguardato – talvolta a livello transnazionale – il settore, la riduzione dei margini legati alle attività tradizionali sia avvenuta in un contesto di continua espansione dei bilanci della banche (Graf. 3). Tra il 2001 e il 2007, infatti, nonostante la significativa riduzione del contributo delle attività tradizionali sia dal punto di vista dell'attivo, come è accaduto con la diminuzione del rapporto tra credito alla clientela e totale dell'attivo – passato dal 47% al 38% – che del passivo, con la contrazione della percentuale dei depositi sul totale del passivo – passata dal 51% al 35% –, il totale dell'attivo dei 20 intermediari del campione è più che raddoppiato (Graf. 4). Le banche “sono quindi cresciute molto negli ultimi anni (mentre) la redditività dell'attività creditizia tradizionale è diminuita, in corrispondenza della diminuzione della stessa sui bilanci” [Pierobon 2009, 81].

Graf. 3 – Evoluzione e tasso di crescita degli attivi bancari



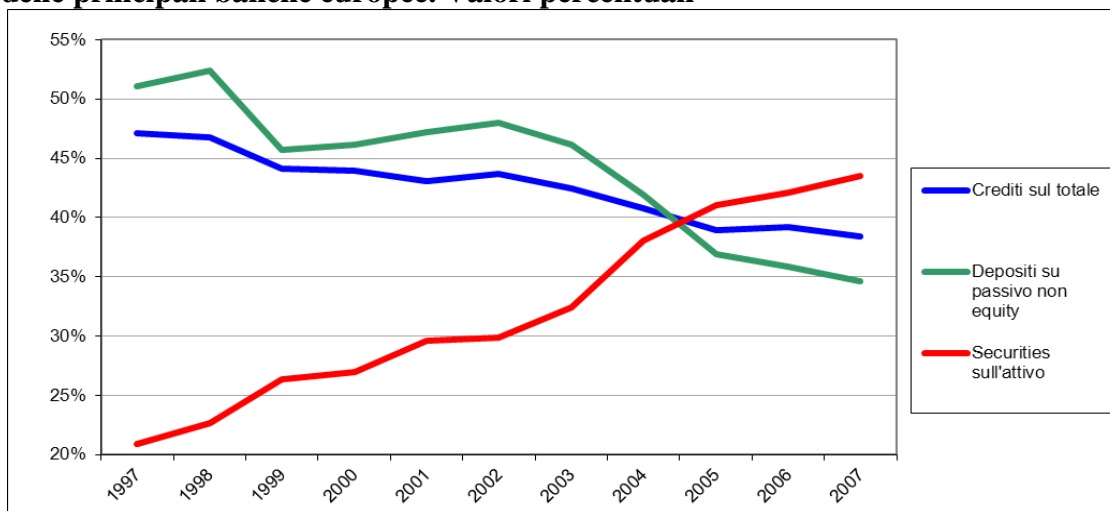
Fonte: elaborazioni dell'autore su dati Pierobon [2009]

La compressione del margine di interesse sembra essere quindi avvenuta in un contesto dove le banche hanno gradualmente spostato le risorse verso attività più remunerative, come la finanza o l'investment banking, a scapito dell'attività creditizia tradizionale. Come ipotizzato da Dore, “le banche rispondono al declino dell'attività di erogazione dei prestiti con lo sviluppo di servizi finanziari e di investimento oltre che nella negoziazione per conto proprio”, sembra quindi che gli intermediari europei, soprattutto quelli di maggiore dimensione, abbiano trovato maggiori incentivi verso la de intermediazione⁵³.

A livello aggregato, infatti, a fine 2007 gli attivi di natura finanziaria, che rappresentavano il 44%, avevano sorpassato quelli di natura creditizia, passati da oltre il 45% nel 1997 al 35%.

⁵³ Si tratta di un dato che trova conferma nella forte correlazione positiva (60%) tra il peso degli asset finanziari sul totale dell'attivo e la dimensione del bilancio delle banche campione [Pierobon 2009, 83].

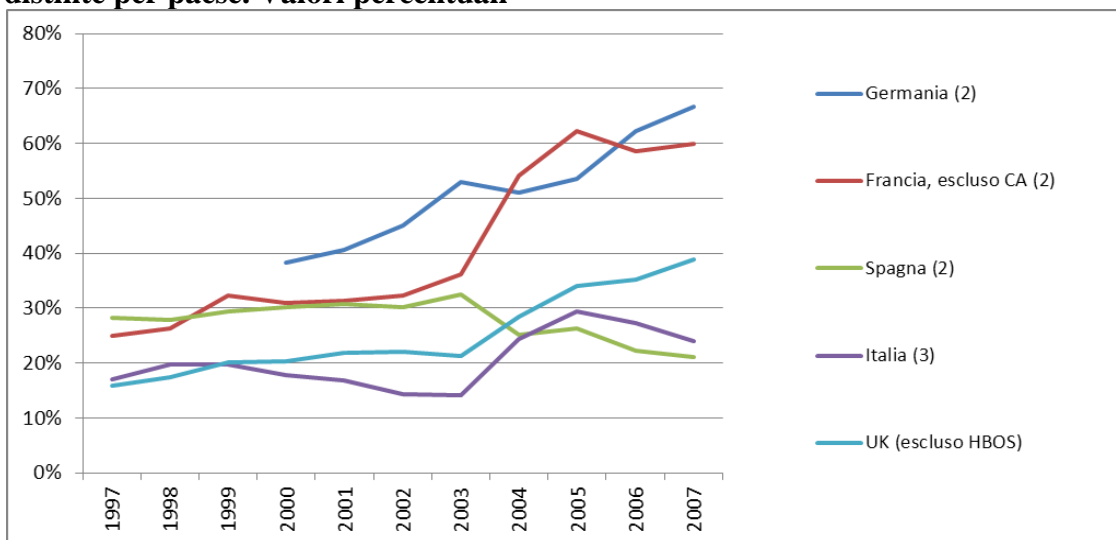
Graf. 4 – Crediti e attività finanziarie sul totale attivo, depositi sul totale passivo delle principali banche europee. Valori percentuali



Fonte: elaborazioni dell'autore su dati Pierobon [2009]

Tuttavia, anche in questo caso, se dal dato aggregato spostiamo l'attenzione sui singoli paesi il livello di finanziarizzazione degli attivi⁵⁴ mostra andamenti abbastanza differenti (Graf. 5).

Graf. 5 – Finanziarizzazione degli attivi delle principali banche europee distinte per paese. Valori percentuali



Fonte: elaborazioni dell'autore su dati Pierobon [2009]

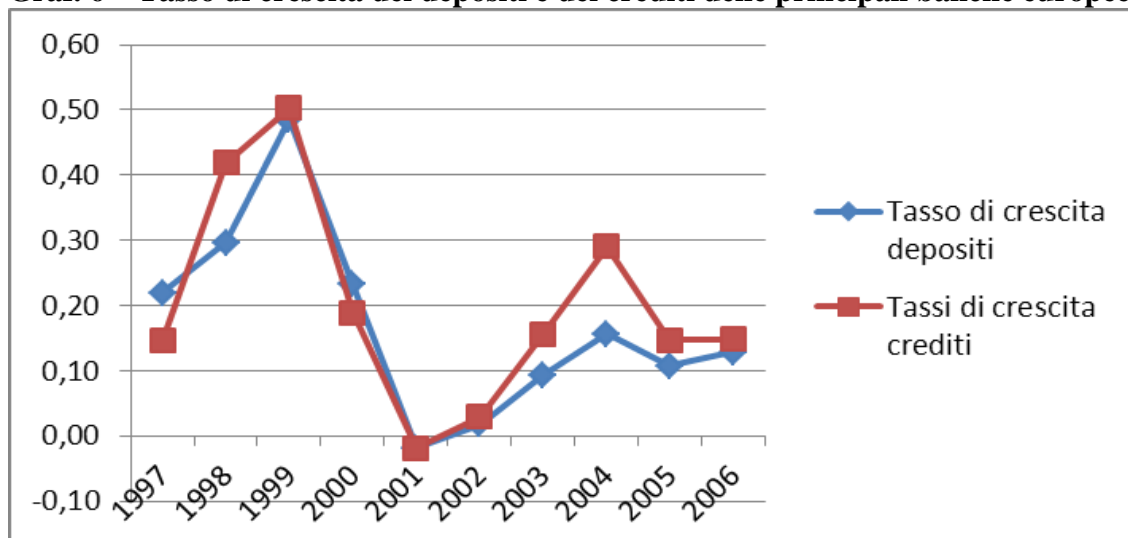
⁵⁴ Nell'impostazione utilizzata da Pierobon [2009] il dato relativo alle attività finanziarie comprende tutte le poste fruttifere dell'attivo diverse dai crediti alla clientela, quindi titoli governativi e corporate, partecipazioni azionarie, prodotti strutturati e interessenze in veicoli, il *fair value* positivo dei derivati e i crediti interbancari.

Così, se i *trading asset* sul totale dell'attivo sono piuttosto consistenti nel caso delle banche tedesche e francesi, analogamente a quanto osservato nella prima figura, si registrano andamenti differenziati soprattutto nel caso italiano e spagnolo. Pertanto, pur in presenza di una tendenza comune verso la de intermediazione, gli istituti dei paesi europei mostrano il permanere di differenze sostanziali nella composizione degli attivi. Nonostante ciò, come abbiamo mostrato anche nel paragrafo precedente, la progressiva anglosassonnizzazione degli intermediari bancari è più forte proprio in quei paesi che, come Germania e Francia, si collocavano sull'estremo opposto del continuum tra EMC e EML; il modello proposto da Dore sembra quindi più adatto per cogliere alcune dinamiche che si sono verificate nel caso tedesco senza però essere pienamente estendibile agli altri assetti istituzionali⁵⁵.

Ciò che è inoltre interessante notare è come la finanziarizzazione non abbia riguardato soltanto gli attivi delle banche (Graf. 6). A partire dal 2001, infatti, il tasso di crescita delle componenti creditizie dell'attivo è stato superiore a quello dei depositi facendo sì che tanto il nuovo credito quanto i nuovi investimenti siano stati soprattutto finanziari ricorrendo ai mercati finanziari – mercato wholesale piuttosto che raccolta retail –.

⁵⁵ Per le banche europee la costruzione di portafogli di investimento di dimensioni molto rilevanti, con l'obiettivo di crearsi uno spazio nelle nicchie dove le grandi securities firms americane erano meno presenti, è stata portata avanti soprattutto dai grandi intermediari continentali. Così, se Deutsche Bank e Société Générale si sono specializzate nei derivati, ABN AMRO e UBS lo hanno fatto nel fixed income. Non è quindi un caso che per questi quattro soggetti l'insieme di titoli finanziari e crediti ad altre istituzioni finanziarie variasse, al dicembre 2007, tra il 50 e l'80% del totale attivo. Così, se la centralità dell'attività in derivati ridimensiona notevolmente il peso dei crediti – attorno al 30% per le banche maggiormente attive nel segmento –, il dato relativo a Deutsche Bank, con il 9% dei crediti sul totale attivo, rappresenta un caso eclatante. “L'espansione del bilancio della banca per circa 435 miliardi di euro tra il 2006 e il 2007 (+28%) è imputabile per circa due terzi all'aumento del fair value dei derivati in portafoglio, passato da 320 miliardi di euro a 600 miliardi di euro circa (+87%)” [Pierobon 2009, pp. 83-85].

Graf. 6 – Tasso di crescita dei depositi e dei crediti delle principali banche europee



Fonte: elaborazioni dell'autore su dati Pierobon [2009]

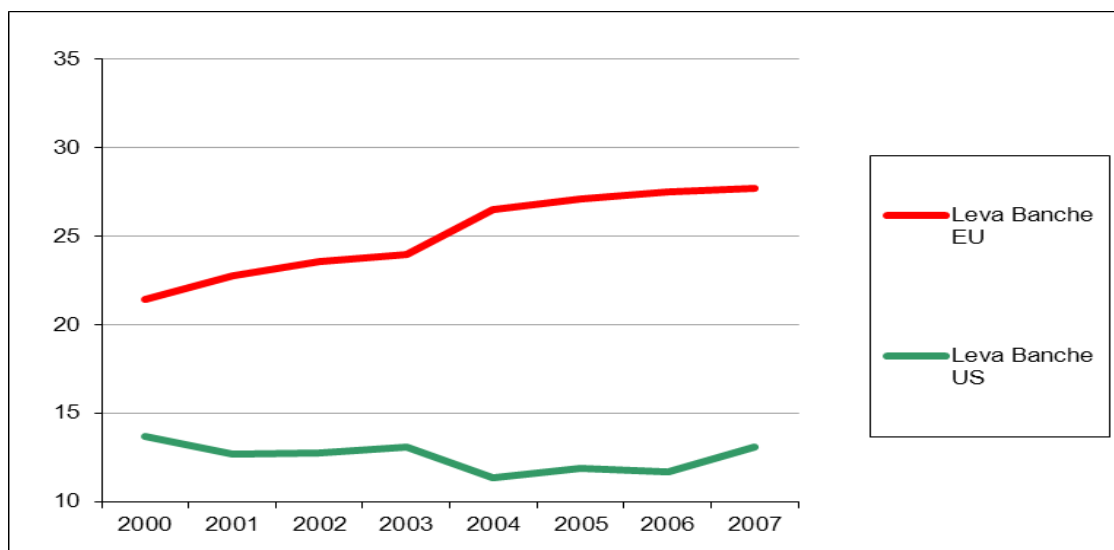
Attirare l'attenzione sul passivo dei bilanci fornisce una differente chiave di lettura. Il lavoro di Dore, infatti, si concentrava soprattutto sull'analisi degli attivi mostrando come la finanziarizzazione fosse legata in misura maggiore al declino dei prestiti. Lungo questa prospettiva, è quindi possibile illustrare l'aumento dell'incidenza delle "voci di finanziamento maggiormente esposte all'andamento dei mercati, quali il saldo netto interbancario e le posizioni "corte" in strumenti di negoziazione" [Pierobon 2009, 89].

L'analisi dei bilanci dei principali istituti bancari europei non conduce quindi a conclusioni nette. Analogamente a quanto mostrato con i contributi sulla *corporate governance* non sembra infatti emergere una tendenza costante alla convergenza verso il modello anglosassone. Così, mentre per quanto concerne la gestione delle imprese siamo forse in presenza della formazione di un idealtipo europeo, capace di fondere assieme elementi del modello anglosassone e del modello renano-nipponico, nei confronti delle strategie adottate delle principali banche europee non sembra invece affermarsi un "modello unico".

Ciò che emerge è infatti la presenza di un andamento comune a livello aggregato che tuttavia maschera modelli nazionali fortemente differenziati sia per quanto concerne il peso dell'attività tradizionale sia per quanto riguarda il livello di attivi di natura finanziaria.

L'ultima dimensione presa in esame è legata alla leva finanziaria, ovvero al rapporto tra attivi e patrimonio netto. Tuttavia, anche in questo caso, se dal dato aggregato a livello europeo (Graf. 7), spostiamo l'attenzione sui singoli contesti nazionali (Graf. 8), diventa evidente la notevole varianza.

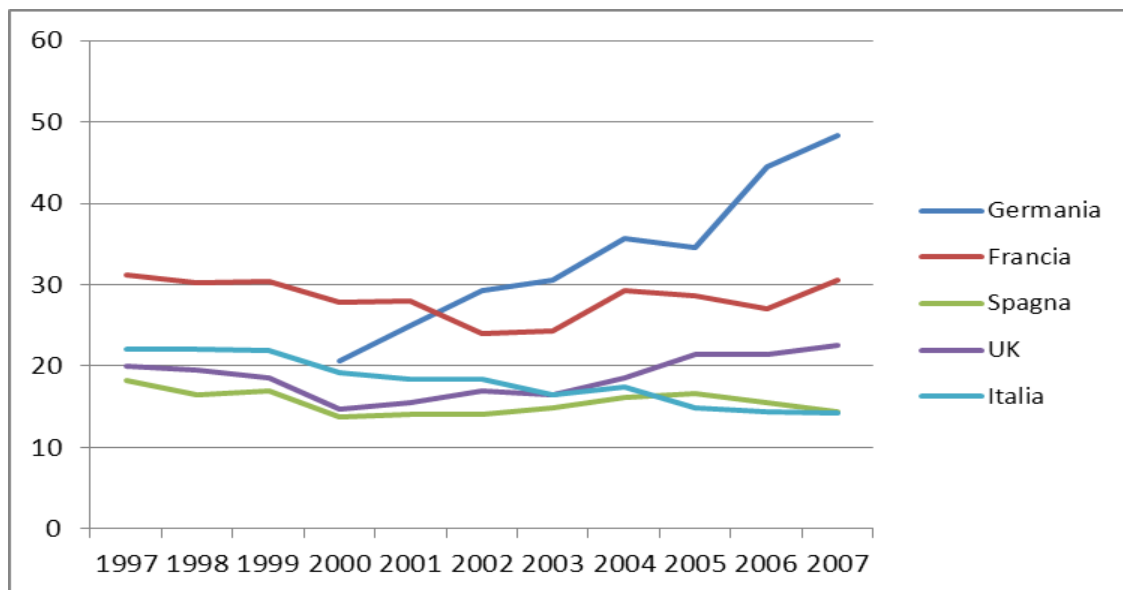
Graf. 7 – Andamento del *leverage* delle banche commerciali europee e statunitensi



Fonte: elaborazioni dell'autore su dati Pierobon [2009]

Il leverage delle banche presenti nel campione varia infatti – al 31 dicembre 2007 – tra il 52% di Deutsche Bank e l'11% di Intesa Sanpaolo. Ciò influenza necessariamente anche le dinamiche nazionali. Così, se Italia e Spagna presentano un andamento simile, il caso della Germania – proprio in virtù del peso di DB nel campione – rappresenta invece una situazione radicalmente diversa.

Graf. 7 – Andamento del *leverage* delle banche commerciali europee



Fonte: elaborazioni dell'autore su dati Pierobon [2009]

Il passo successivo diventa quindi quello di cercare di comprendere le ragioni di tali differenze. Nel prossimo capitolo, focalizzando l'attenzione sul solo contesto italiano, verranno quindi richiamate le principali ricerche sulle trasformazioni della corporate governance nelle imprese italiane e sarà ricostruita l'evoluzione storica della regolazione del settore bancario. Ciò consente infatti di definire il contesto istituzionale all'interno del quale le principali banche hanno nel tempo potuto sviluppare e modificare le loro strategie.

4. Il contesto istituzionale italiano

4.1. Corporate governance: gli effetti delle trasformazioni in Italia

Abbiamo visto come la letteratura, sia economica che sociologica, abbia interpretato e descritto le trasformazioni intervenute negli ultimi anni. A questo punto, spostando l'attenzione sul livello micro, possiamo cercare di indagare, all'interno dello stesso contesto istituzionale, le strategie adottate dalle banche italiane che abbiamo prima osservato in maniera aggregata. L'obiettivo è infatti duplice: oltre a verificare l'ipotesi dell'affermazione di un modello unico nelle strategie di governo delle imprese si cercherà infatti di illustrare e spiegare i comportamenti delle singole banche.

A questo proposito, anche in virtù della stretta connessione tra *corporate governance* e caratteristiche del sistema finanziario, conviene in prima battuta illustrare le principali trasformazioni che nel tempo hanno completamente ridisegnato il quadro di incentivi a disposizione di banche e imprese.

Analogamente a quanto fatto in precedenza, ci concentreremo su due dimensioni. Anzitutto ricostruiremo le principali trasformazioni che hanno riguardato la struttura organizzativa delle imprese italiane mentre, successivamente, focalizzeremo l'attenzione sull'evoluzione storica del sistema bancario italiano. La ricostruzione storica consente infatti di mettere in evidenza la "logica istituzionale" che tiene insieme le differenti dimensioni e che trova origine in una comune matrice culturale formatasi storicamente.

La sommaria ricostruzione del dibattito sulla *corporate governance* ha messo in evidenza come l'assenza di una "teoria generale" consenta l'analisi di alcuni "pezzi di teoria", ognuno dei quali permette di comprendere soltanto un tratto saliente del fenomeno; di conseguenza, le riflessioni sviluppate sono soltanto su equilibri parziali⁵⁶.

⁵⁶ Proprio in virtù dei conflitti che si generano tra i diversi soggetti che, con ruoli, diritti e caratteristiche differenti, ruotano attorno alle società, il mondo dell'impresa sfugge alle rappresentazioni del teorema di Coase. "Il Teorema di Coase stabilisce infatti che se i diritti di proprietà sono ben definiti, i contratti sono completi e non vi sono costi di transazione, allora i partecipanti al mercato organizzeranno la loro attività tramite contratti privati in modo tale da raggiungere un contratto efficiente" [Barucci, 2006, pp. 33-37].

In generale, la corporate governance mira a ricomporre i conflitti che connotano le relazioni tra azionisti e stakeholder. Ciò chiama in causa un ampio spettro di rapporti: quelli tra manager e azionisti, tra azionisti e creditori, tra azionisti di maggioranza e di minoranza e tra azionisti nel loro complesso e *stakeholder*. La rilevanza dei conflitti dipende però tanto dalla configurazione complessiva del sistema economico quanto dagli assetti proprietari e dall'organizzazione della società presa in esame.

Per ovviare alle criticità derivanti dalle differenti relazioni la corporate governance si avvale di meccanismi interni – che incidono sulle modalità di funzionamento degli organi societari e sul comportamento dei loro membri – ed esterni – che poggiano invece su cambiamenti nella proprietà, nel capitale e che quindi coinvolgono anche soggetti estranei alla società –.

Naturalmente, i meccanismi – interni o esterni – più adatti a fronteggiare i conflitti in una *public company* sono diversi da quelli idonei per una società controllata da uno o un numero limitato di proprietari, come di fatto avviene in Italia [Messori, 2006, pp. 10–11]. Ma è proprio il caso italiano, in seguito delle innovazioni che hanno innalzato il livello di protezione degli investitori e al processo di integrazione dei mercati finanziari, a far emergere oggi due questioni rilevanti. Anzitutto viene da chiedersi se ci troviamo davvero in presenza di una convergenza dei sistemi finanziari e di *corporate governance*. E, in caso di risposta affermativa, se il punto di arrivo di questo processo sia necessariamente il modello della *public company*.

La rilevanza della questione nasce dal fatto che tanto a livello accademico quanto nel mondo finanziario si è consolidata una posizione che vede nel modello anglosassone lo strumento più adeguato per garantire efficienza, crescita e allocazione ottimale delle risorse. Per questo, anche nel caso italiano, i suggerimenti di *policy* hanno seguito la stessa “ricetta” a cavallo tra diritto ed economia: liberalizzazioni, aumento del livello di protezione degli investitori e della trasparenza, sostegno al mercato per il controllo azionario.

Tuttavia, nonostante le pressioni derivanti dalla globalizzazione dei mercati finanziari e dalla prevalenza di operatori – banche d'affari, fondi pensione e di investimento internazionali – ispirati all'esperienza anglosassone, le trasformazioni in atto in Europa stanno favorendo un certo grado di contaminazione tra i diversi sistemi – soprattutto per

quanto riguarda la distinzione tra sistemi orientati alla banca e sistemi orientati al mercato –, con la progressiva enucleazione di un “modello europeo” con alcuni tratti peculiari. Lungo questa prospettiva, l’attenzione dovrebbe essere quindi rivolta alle performance dei differenti sistemi piuttosto che al solo dibattito sul livello di convergenza. Inoltre, non essendo in presenza in maniera inequivocabile di un ordinamento tra sistemi di *governance*, la superiorità del modello anglosassone è tutta da dimostrare [Barucci, 2006, pp. 26–27].

Concentrandoci sul caso italiano diventa subito evidente come l’evoluzione degli strumenti normativi avvenga a partire da un contesto contraddistinto, anche per le imprese medio grandi, da una forte presenza di assetti proprietari concentrati, da una subordinazione e talvolta da una sovrapposizione tra azionisti di controllo e amministratori esecutivi, nonché da un limitato e selettivo accesso al mercato azionario e obbligazionario. Si tratta insomma di un quadro particolare, un sistema né *bank based* come quello tedesco e giapponese, né *marked oriented* come quello anglosassone.

In questo contesto, i guadagni di efficienza connessi alla separazione tra proprietà e controllo vengono fortemente ridimensionati dall’operare di strumenti distorsivi come le strutture piramidali, le partecipazioni incrociate o i patti di sindacato. Si osserva inoltre – anche in virtù del peso rilevante della partecipazione pubblica – un ruolo marginale del mercato finanziario e un sottodimensionamento rispetto al Pil degli istituti bancari, nonostante il controllo del finanziamento esterno alle imprese. Le banche, infatti, pur svolgendo un ruolo centrale nella raccolta del risparmio presso le famiglie – anche a causa della separazione banca–impresa – erano orientate verso l’attività creditizia tradizionale piuttosto che l’*investment banking* e la finanza aziendale, mentre gli investitori istituzionali erano assenti.

La situazione si modifica radicalmente nel corso degli anni Novanta quando il quadro fin qui descritto si ristrutturava in seguito al susseguirsi di interventi normativi. Si tratta del *Testo unico bancario* (TUB) (1993) che, intervenendo profondamente nel mondo dell’intermediazione creditizia, introduce il modello della banca universale alla tedesca ponendo così fine al regime di separazione tra banca e industria che a partire dagli anni ’30 aveva ispirato il sistema finanziario italiano; della *Legge sulle privatizzazioni* (1994) che, con la dismissione di attività per oltre 137 miliardi di euro, introduce il

dibattito sul tipo di assetto da dare alle imprese privatizzate – nucleo stabile o *public company* –; del *Testo unico della finanza* (TUF) (1998), ovvero la normativa che ha innovato maggiormente, riconoscendo, con il fine di favorirne lo sviluppo, il ruolo dei mercati finanziari e della tutela degli azionisti; del *Codice di autodisciplina per le società quotate* (1998) che, collocandosi nel solco del TUF, segna l’adesione piena al principio dello *shareholder value*⁵⁷; della *Riforma del diritto societario* (2003) che, allargando l’orizzonte sulle società non quotate, ha facilitato l’accesso ai mercati delle PMI e dotato le aziende di modelli societari flessibili; e, infine, della *Legge sul risparmio* (2005), al fine di rafforzare i controlli societari e quelli interni.

Se nel prossimo paragrafo ci concentreremo prevalentemente sulle innovazioni che hanno coinvolto il sistema bancario italiano – e in particolare il TUB e il TUF – prima di proseguire conviene soffermarsi brevemente sul processo di privatizzazioni che, a partire dal 1992, ha rappresentato un punto di svolta nel contesto italiano, segnando il passaggio da uno Stato da produttore a uno Stato regolatore [Barucci e Pierobon, 2007; 2010].

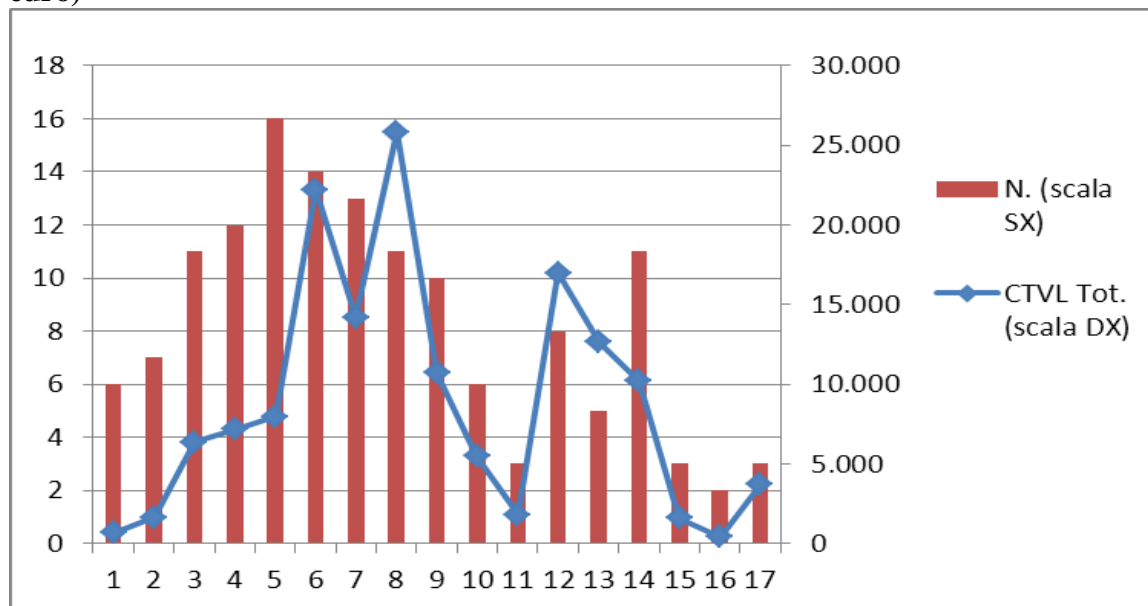
Il primo elemento da prendere in considerazione è la dimensione del fenomeno. Il processo di dismissioni, iniziato sotto la spinta congiunta della crisi finanziaria e politica, non ha infatti precedenti nella storia del paese ed anche rispetto alle altre esperienze internazionali, le privatizzazioni italiane rappresentano un fenomeno rilevante: nel ventennio 1979–99, con 122 miliardi di dollari, l’Italia si colloca al secondo posto preceduta soltanto dal Regno Unito (165 miliardi) e seguita da Francia (71 mld) e Germania (62 mld). Se invece prendiamo in considerazione il solo periodo 1992–2000, l’Italia raggiunge il primo posto per l’importo complessivo delle privatizzazioni [Barucci e Pierobon, 2007, 25].

Nel dettaglio, tra il 1992 e il 2005 le operazioni sono state 125 e hanno coinvolto 83 imprese con un picco, in termini di introiti, raggiunto nel periodo 1997–99 [Graf. 8]. Dal punto di vista storico, l’evoluzione delle operazioni sembra mostrare un aumento in

⁵⁷ In Italia la valutazione del codice di autodisciplina rimane comunque un punto controverso, molti infatti sottolineano come il codice – ispirato a modelli centrati sulla *public company* – non riesca ad agire sui punti critici che caratterizzano del mercato finanziario italiano.

corrispondenza di periodi critici per la finanza pubblica e in concomitanza dell'imposizione di vincoli da parte dell'Unione Europea.

Graf. 8 – Numero e controvalore delle operazioni di privatizzazione (in milioni di euro)



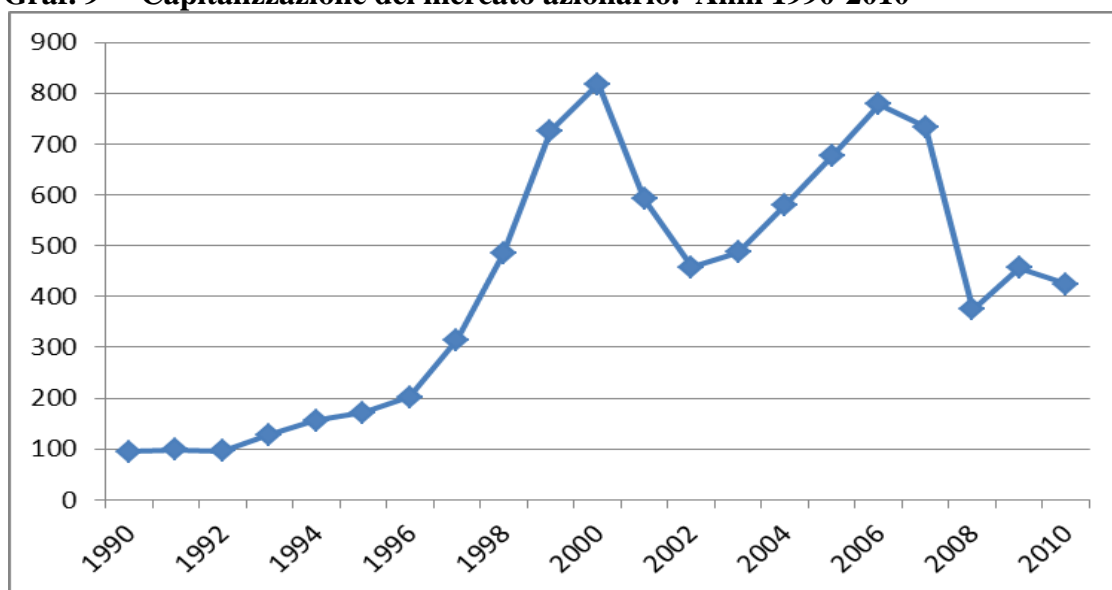
Fonte: Barucci e Pierobon, 2010, 78.

Come vedremo meglio nei prossimi paragrafi, il ruolo dell'Unione Europea è stato cruciale tanto nella ridefinizione delle funzioni dello Stato nell'economia quanto nella trasformazione degli assetti bancari e finanziari italiani [Barucci e Pierobon, 2010]. Un fenomeno che, dato il contesto politico ed economico in cui sono maturate tali decisioni, può essere ricondotto pressioni isomorfiche di tipo coercitivo: in questo senso, “è sicuramente inappropriato parlare di un “disegno” nel processo di privatizzazioni [...] infatti, a differenza di quanto avvenuto nell'esperienza inglese degli anni Ottanta con l'azione dei governi Thatcher, a portare avanti questa politica sono stati governi di estrazione diversa. Gli attori del processo, inoltre, sono stati molteplici [...] (mentre il fenomeno delle) privatizzazioni [...] ha preso avvio in un contesto dai tratti drammatici⁵⁸” [Barucci e Pierobon, 2007, 38].

⁵⁸ Le privatizzazioni hanno inoltre rappresentato un'occasione mancata con la produzione di almeno tre effetti negativi. Anzitutto, esse hanno creato un fitto intreccio di interessi e di rendite rendendo di fatto più difficile la liberalizzazione. In secondo luogo, hanno sottratto risorse finanziarie e organizzative al

Per quanto concerne lo sviluppo dei mercati finanziari [Graf. 9], gli obiettivi del processo di privatizzazione sono stati principalmente tre. Anzitutto, con la dismissione delle partecipazioni statali, si è cercato di inspessire i mercati finanziari incoraggiando la crescita dell'azionariato popolare; il secondo obiettivo era finalizzato al coinvolgimento degli investitori istituzionali; il terzo, infine, metteva al centro la promozione dell'afflusso di capitali dall'estero.

Graf. 9 – Capitalizzazione del mercato azionario. Anni 1990-2010



Fonte: Barucci, 2010; 2012

Dall'analisi dell'andamento della capitalizzazione del mercato azionario e delle caratteristiche degli investitori possiamo notare come due dei tre obiettivi possano dirsi parzialmente raggiunti: il ruolo delle famiglie e quello degli investitori esteri è cresciuto in misura rilevante mentre il dato sugli investitori istituzionali non mostra un incremento significativo [Barucci e Pierobon, 2007, 103]. A questo proposito, anche grazie all'evoluzione normativa del TUB, il raggiungimento dell'obiettivo di costruire nuclei stabili attraverso il coinvolgimento attivo delle banche – come garanti della

core business delle imprese acquirenti, accentuando così la perdita di competitività in settori esposti alla concorrenza internazionale. Infine, le acquisizioni sono state finanziate con un ampio ricorso al debito, poi addossato alle società acquisite che, di conseguenza, hanno dovuto ridurre gli investimenti in innovazione trasformandosi in canali di distribuzione di redditizi servizi [Costi e Messori, 2005, pp. 15-16].

stabilità degli assetti proprietari –, sembra essere deludente: le banche entrano nel capitale di aziende con modesta redditività e situazioni finanziarie critiche. Gli istituti di credito non sembrano quindi svolgere nessun ruolo nella governance delle imprese, limitandosi così alla sola funzione di creditori. Viene quindi esclusa l'idea che le banche abbiano giocato un ruolo rilevante negli assetti proprietari delle società quotate [Barucci e Mattesini, 2006].

La presenza di un sistema bancario forte nelle attività *retail* ma debole nei servizi di gestione finanziaria (*corporate finance*) o di riorganizzazione societaria (*investment banking*), accanto alla carenza di investitori istituzionali – che scontano il ritardo nello sviluppo dei fondi pensione –, al mancato consolidamento dei *corporate bonds* e alla fragilità dell'offerta di *venture capital* mettono in evidenza i limiti del processo di riorganizzazione dei servizi finanziari e non finanziari [Costi e Messori, 2005, pp. 16–17].

Così, nonostante le trasformazioni intervenute abbiano fatto registrare una crescita delle attività finanziarie, del mercato azionario e obbligazionario, una riduzione consistente del grado di concentrazione oltreché la drastica diminuzione delle quote detenute dallo Stato, l'adeguamento normativo alle pratiche internazionali in campo finanziario – avendo sottovalutato le peculiarità degli assetti proprietari e dell'organizzazione delle imprese italiane – non ha prodotto progressi equivalente in termini di *corporate governance*. Questo porta a valutare con scetticismo tanto il riferimento esclusivo al modello dello *shareholder value* quanto alla tesi di una necessaria convergenza [Barucci, 2006]. Così, sebbene sia opinione comune che un mercato finanziario e un sistema di governance efficienti costituiscano un ingrediente cruciale per sostenere la competitività di un paese, gli interventi regolativi dovrebbero essere calibrati sulle storture che caratterizzano le situazioni concrete piuttosto che occuparsi dei limiti propri del modello ideale delle *public companies*⁵⁹. In questo senso, non soltanto le buone innovazioni normative – seppur necessarie – non sono sufficienti, ma devono

⁵⁹ In questo senso, se l'analisi economica “intende affrontare questioni fondamentali sotto l'aspetto della rilevanza concreta e non solo trovare soluzioni logicamente coerenti a problemi di natura puramente astratta, deve tener conto di una serie di fattori che distinguono le scienze sociali dalle scienze dure” [Trento, 2012, 35].

anche essere interpretate in virtù degli specifici assetti economici e istituzionali dei paesi considerati, condizionati a loro volta dalla *path dependence*.

A ben guardare si tratta di un modo di procedere che contraddistingue l'approccio della sociologia economica, il cui compito non è mostrare "scientificamente" la superiorità di un modello di organizzazione economica né tantomeno ricercare leggi generali e astratte, quanto piuttosto illustrare le implicazioni e le conseguenze di un determinato modo di organizzare l'economia nella società. Nella nostra prospettiva, infatti, chiarire le origini di determinate scelte è fondamentale da un lato, per evitare la tentazione di facili trapianti o imitazioni e, dall'altro, per orientare le decisioni collettive e modificare i fini stessi degli individui. In virtù di queste considerazioni, più che una convergenza inevitabile sembra dunque essere in atto un rimescolamento tra i due modelli: con il modello anglosassone che sperimenta un peso crescente degli intermediari finanziari e quello dell'Europa continentale che gradualmente registra una maggiore apertura ai mercati.

Dal punto di vista sociologico, la ricostruzione effettuata ci consente di sottolineare alcuni elementi. Anzitutto, nelle ricerche empiriche presentate viene messo in evidenza il ruolo *a)* del capitale sociale nella sua accezione relazionale anche in quei contesti, come il Regno Unito, teoricamente basati in misura maggiore su una regolazione di mercato; *b)* della cultura, e quindi delle possibili forme di "isomorfismo normativo" e *c)* della dimensione politica⁶⁰. Ciò sottolinea come, per comprendere il concreto funzionamento dei meccanismi di governo delle imprese e il ruolo giocato dai mercati finanziari, sia necessario integrare la teoria economica con gli strumenti della nuova sociologia economica, coniugando reti, cultura e interessi.

In secondo luogo, viene sottolineata l'interdisciplinarietà degli studi, richiamando soprattutto – e questo è il caso di Barucci [p. 30] – i legami con il diritto. Tuttavia, in maniera analoga a quanto accaduto con i lavori di Williamson, l'inserimento di una variabile istituzionale nei modelli, pur sviluppando un'analisi più articolata delle decisioni, continua a leggere le scelte soltanto in termini di efficienza⁶¹. Nella nostra

⁶⁰ Come ad esempio è accaduto nella ricostruzione del dibattito tra Freeman e Friedman rispetto alla creazione del valore o all'estensione che Blair fa del concetto di stakeholder.

⁶¹ Adottando una prospettiva micro, la differenza principale tra economia e diritto riguarda il fatto che "il momento normativo dell'analisi economica si fonda su ipotesi cruciali quali razionalità degli

impostazione, infatti, gli assetti organizzativi delle imprese e lo sviluppo e il funzionamento dei mercati finanziari non possono essere considerati soltanto come adattamenti razionali alle caratteristiche dei diversi contesti. Anzitutto, tale prospettiva trascura l'influenza dei fattori culturali e politici, oltretutto delle reti sociali, rispetto all'origine e all'affermazione dei differenti modelli; in secondo luogo si sottovaluta la persistenza di assetti organizzativi meno efficienti che, come avviene in Italia, tendono a riprodursi proprio in virtù dei legami con il contesto istituzionale.

Infine, se alcune ricerche individuano nella convergenza un esito scontato e auspicabile [Gross–Pietro, Reviglio e Torrìsi, 2001] e il lavoro di Dore [2001] ritiene il “capitalismo dal volto umano” inevitabilmente destinato a soccombere sotto le spinte dello *shareholder value*, altri autori [Barucci 2006; Zattoni 2006, Trento 2012], pur ipotizzando un processo di ibridazione tra i differenti modelli, lasciano intravedere possibili esiti differenti. In maniera analoga a quanto suggerito dalla sociologia economica, sembra quindi che le differenze istituzionali non vengano meno, creando equilibri multipli piuttosto che un unico equilibrio che si afferma gradualmente.

4.2. La banca: regolazione e profili definatori

Gli aspetti della *corporate governance*, dei sistemi finanziari e dei modelli di intermediazione bancaria sono tra loro fortemente integrati e la scelta di tenere distinte le due dimensioni, con la separazione di imprese da un lato e banche e mercati

agenti, aspettative razionali, capacità interpretativa dell'analisi di equilibrio. Per fare solo un esempio, si pensi alle prescrizioni della moderna teoria dei contratti: contratti molto articolati, ben lontani da quelli utilizzati nella realtà, con trasferimenti monetari contingenti ad un insieme di eventi che per forza di cose non è mai completo e definito con esattezza. Mentre nel diritto, il momento normativo si esaurisce nella definizione della norma, nell'ambito dell'analisi economica [...] si fonda sulla validità di ipotesi circa l'agire degli agenti economici e sul funzionamento del sistema. Inoltre, l'argomento di analisi economica solo in parte si traduce in norma in senso classico come quella giuridica, il momento normativo della teoria economica si traduce prevalentemente nel disegno di meccanismi di incentivo *ex ante* che agiscono sul “libero comportamento” degli agenti economici” [Barucci, 2006, 31]. Tale diversità comporta un'ulteriore differenza sostanziale: se in chiave giuridica il momento normativo svolge una funzione soprattutto in chiave *ex post* – sanzione –, nell'analisi economica il ruolo è svolto esclusivamente *ex ante* – incentivo –.

finanziari dall'altro, ha quindi una natura soltanto analitica, utile per dimostrare l'interdipendenza tra le due sfere e la continuità con gli assetti istituzionali.

Analogamente a quanto fatto nelle pagine precedenti, cercheremo di ricostruire l'evoluzione dei sistemi bancari in una prospettiva macro, richiamando brevemente le trasformazioni intervenute in Europa, per poi focalizzare l'attenzione sulle caratteristiche del modello bancario italiano, descrivendone l'evoluzione storica e riprendendo i più recenti contributi empirici. Quello che qui interessa, in virtù delle ipotesi che verificheremo nel prossimo capitolo, è infatti la descrizione di un caso particolare come quello italiano, contraddistinto da un approccio né BB né MB.

Come vedremo nelle pagine successive, infatti, in Italia la netta separazione tra credito ordinario e credito a lungo termine ha prodotto un sistema bancario ibrido. Così, se in maniera analoga a quanto avvenuto nei paesi anglosassoni è esistita una tendenza a vincolare le banche commerciali al solo credito ordinario, al fine di ridurre i rischi derivanti dalla trasformazione delle scadenze, a differenza dell'esperienza inglese e statunitense, questa visione "non speculativa" si è tuttavia realizzata senza la creazione di adeguati meccanismi compensativi – come la presenza di un efficiente mercato borsistico per la valutazione degli investimenti, per il reperimento dei fondi e per la riallocazione proprietaria –. Alla stessa maniera, pur mutuando dall'esperienza tedesca e austriaca l'idea di indirizzare il credito speciale verso il finanziamento di investimenti a lento ammortamento, si è osservata in Italia una netta separazione tra istituti speciali e ordinari [de Cecco e Ferri, 1996, 30]. Si tratta di un limite che, come vedremo, verrà aggirato dal ricorso al fenomeno della "doppia intermediazione", un meccanismo che ha permesso alle banche commerciali di finanziare gli istituti di credito speciale, consentendo così la realizzazione di una commistione di fatto tra i due mondi [Giordano, 2007, 81].

Dal punto di vista teorico, invece, la ricostruzione storica dell'evoluzione delle caratteristiche del sistema bancario e finanziario italiano risponde anzitutto a due esigenze. La prima riguarda il rapporto tra storia e sociologia mentre la seconda chiama direttamente in causa il filone del neoistituzionalismo sociologico descritto nel primo capitolo.

Per quanto riguarda il rapporto con la storia, nonostante l'ottica della sociologia tenda ad essere più generalizzante, nella ricerca empirica si osserva il prevalere di modelli teorici limitati nel tempo e nello spazio⁶². Inoltre, poiché l'approccio sociologico rifiuta l'idea che le istituzioni abbiano un'origine meramente contrattuale, la ricostruzione storica consente di mettere in evidenza la "logica istituzionale", e dunque il livello di coerenza e integrazione tra le diverse istituzioni, che riflette una comune matrice culturale formatasi storicamente [Hollingsworth e Boyer, 1997]. L'evoluzione del percorso storico, condizionando il cambiamento istituzionale, influenza le capacità di adattamento alle sfide future, rendendo il patrimonio istituzionale ereditato dal passato non facilmente plasmabile [Triglia, 2009, 296].

Il richiamo alla *path dependence* ci consente di introdurre il secondo nodo teorico. Come abbiamo visto nel primo capitolo, l'approccio proposto da Powell e DiMaggio comporta alcune conseguenze fondamentali: ogni ricerca sul campo si trasforma infatti in una ricostruzione, talvolta anche molto dettagliata, di un intero pezzo di storia della società. Ed è proprio ciò che intendiamo fare in questo capitolo: ricostruire un pezzo di storia della società, mettendo in evidenza le cause sociali e politiche sia della continuità nel tempo dell'assetto bancario italiano sia della sua trasformazione.

Nel primo capitolo abbiamo anche richiamato le caratteristiche del "campo organizzativo", ovvero un complesso di organizzazioni che costituiscono un'area riconosciuta di vita istituzionale. Ciò consente di concentrare l'attenzione non soltanto sulle imprese in concorrenza tra loro o sulle reti di organizzazioni che interagiscono in maniera reciproca, ma sulla totalità degli attori rilevanti; «una galassia vasta ed eterogenea, dai confini fluidi e indistinti ma con fitte e stabili comunicazioni interne» [Bonazzi, 2002, 114] che, una volta giunta a strutturarsi in un campo effettivo, genera «un insieme di forze irresistibili che inducono (le organizzazioni) a diventare sempre più simili le une alle altre» [Powell e DiMaggio, 1991a, 91].

⁶² Da questo punto di vista, lo stretto rapporto che lega tra di loro storia e sociologia, e dunque l'importanza di tener conto del grande aiuto che la storia può dare alla comprensione del presente, "richiede che la domanda iniziale di ogni ricercatore interessato a chiarire la natura di un problema o di un processo sociale debba essere: quale storia abbia alle spalle, e quali eredità e quali segni del passato stia ancora portando con sé" [Giovannini, 2010].

Arrivati a questo punto, il passo successivo diventa quello di distinguere tra due differenti forme di processi isomorfici. La prima, di natura competitiva, è più presente in settori aperti alla concorrenza di mercato e, seguendo una logica di ispirazione darwiniana, spiega l'omogeneità come effetto della selezione di quelle unità che meglio si adattano alle caratteristiche dell'ambiente esterno⁶³; la seconda, invece, segue una di matrice di tipo istituzionale e chiama in causa il ruolo della regolazione.

Dal nostro punto di vista, il caso dei servizi bancari e finanziari, proprio per le caratteristiche sistemiche e i possibili “fallimenti di mercato” che descriveremo nel prossimo paragrafo, può essere tranquillamente ricondotto al secondo filone e quindi interpretato con i concetti già discussi di isomorfismo coercitivo, normativo e mimetico. Prima di proseguire conviene quindi introdurre un quadro sintetico delle peculiarità della banca, descrivendo anzitutto i motivi della regolazione e le caratteristiche che contraddistinguono gli intermediari bancari.

Poiché politicamente sensibile, l'industria dei servizi bancari e finanziari è infatti stata sempre fortemente regolata. Le ragioni della regolamentazione possono essere sia di tipo pratico che di tipo teorico. Le ragioni di tipo pratico vengono ricondotte a una preoccupazione “concreta”: il settore bancario, presentando un contrasto tra la natura a breve delle passività – in particolare i depositi bancari – e quella a lungo termine delle attività – soprattutto finanziamenti –, è soggetto a un potenziale rischio di default superiore a quello di altri settori, con possibili conseguenze negative sull'intero sistema economico [Gai e Novembre 2009, pp. 15–20].

Per quanto concerne le giustificazioni di tipo teorico, invece, il dibattito sulla regolamentazione – o meglio, sul livello ideale di regolamentazione – è più ampio e articolato. Da un lato, alcuni autori mettono in evidenza come i rischi di fallimento del mercato, seppur presenti, non siano di per sé sufficienti a giustificare forme regolative

⁶³ Tuttavia, a differenza di quanto sostenuto dalla teoria economica, per il neoistituzionalismo sociologico non soltanto lo sviluppo delle *routine* che condizionano i comportamenti ha principalmente una natura relazionale piuttosto che atomistica, essendo influenzato dalle istituzioni presenti in un determinato ambiente, ma lo stesso meccanismo di selezione è visto in maniera differente. L'evoluzione e la selezione, soprattutto nel caso di organizzazioni meno sottoposte alla concorrenza, non sono necessariamente legate al mercato ma possono subire l'influenza dello Stato – e quindi della regolazione – o di standard professionali prevalenti. Per questo, il neoistituzionalismo è più interessato allo studio di comportamenti omogenei di imprese e organizzazioni, mentre il filone evoluzionista, secondo un approccio schumpeteriano, focalizza la sua attenzione sulle differenze individuali [Magatti, 1997].

che, oltretutto, comportando un aggravio dei costi, avrebbero conseguenze negative per i risparmiatori. La presenza di periodi di instabilità viene inoltre considerata come una caratteristica naturale dei sistemi finanziari e dunque ineliminabile. Lungo questa prospettiva, la regolazione del sistema non può configurarsi come una risposta adeguata⁶⁴. Dall'altro, le argomentazioni a sostegno della regolamentazione individuano proprio nel concetto di *market failure* l'elemento destabilizzante che può rimettere in discussione la relazione fiduciaria tra risparmiatore e intermediario alla base del funzionamento dell'industria bancaria. La banca, infatti, "è un'impresa caratterizzata da equilibri gestionali molto delicati, che può continuare ad operare soltanto mantenendo stabilmente la fiducia di depositanti e investitori, che peraltro tale fiducia devono necessariamente presumere o assumere a priori" [Ruozzi, 2011, 3].

Allo stesso tempo però è comunque diffusa la consapevolezza che anche la regolazione può essere alla base di "effetti perversi", incentivando gli intermediari da un lato, proprio in virtù della presenza di "reti di salvataggio" sostenute dai governi, a perseguire comportamenti eccessivamente rischiosi (*moral hazard*) e, dall'altro, a cercare di "catturare", attraverso l'attività di lobbying, il "regolatore". Inoltre, come abbiamo anticipato, l'adeguamento alle normative comporta costi talvolta notevoli che possono essere integralmente trasferiti ai consumatori e che contribuiscono ad aumentare le barriere all'ingresso, incentivando la creazione di monopoli o di cartelli. Ciò nonostante, nessuno degli elementi prima richiamati, pur evidenziando distorsioni da tempo dibattute, costituisce un insieme sufficiente di motivazioni per un rifiuto delle forme di regolazione; oltretutto, se la regolamentazione manifesta la sua efficacia già nel breve periodo, lo stesso non si può dire per la disciplina di mercato, i cui tempi di risposta sono in media più lunghi [Gai e Novembre, 2009]. Come abbiamo visto, un'analisi critica dei limiti e degli "effetti perversi" della regolazione è semmai utile per decidere quanta e che tipo di regolazione produrre tenendo in considerazione le differenti caratteristiche istituzionali dei contesti reali.

⁶⁴ Una riflessione ancora più radicale è quella proposta da Benston [1998] che prende in esame la "possibilità che i veri interessati alla regolamentazione non siano in realtà i consumatori ma le stesse imprese finanziarie che cercano così di abbassare il livello di competitività del settore" [Gai e Novembre, 16].

In estrema sintesi, gli obiettivi della regolazione possono essere individuati nella promozione *a)* del sostegno alla stabilità sia a livello macro che a livello micro, *b)* della trasparenza e *c)* della competitività, al fine di perseguire l'efficienza allocativa e produttiva. I mercati finanziari, infatti, proprio “a causa della natura specifica dei servizi che forniscono (legati, ad esempio, alla presenza di monopoli naturali come le reti di informazione) o delle asimmetrie informative che rendono i mercati del *retail banking* solo limitatamente contendibili” [Gai e Novembre, 2009, 16] sono per questo soggetti a cartelli o ad abuso di posizioni dominanti e non riescono a realizzare in maniera autonoma un'allocazione efficiente.

Dal nostro punto di vista, la limitata contendibilità del mercato bancario contribuisce a legittimare un'interpretazione delle trasformazioni attraverso le “lenti” del neoistituzionalismo sociologico. Il concetto di concorrenza nel settore bancario presenta infatti “connotati diversi rispetto ad altri settori, in quanto la naturale dinamica dei mercati concorrenziali, che implica la possibilità di fallimento delle imprese inefficienti, causerebbe in questo caso delle esternalità negative di tipo sistemico” [Mulino, 2011, 270].

Il secondo elemento che conviene introdurre, prima di descrivere nel dettaglio i tratti evolutivi della regolazione, è una definizione sintetica della banca sotto il profilo economico e dell'attività bancaria sotto quello giuridico.

La dottrina in materia ha da tempo concordato nel definire la banca come “un'azienda di produzione che svolge sistematicamente, istituzionalmente e a proprio rischio l'attività di intermediazione finanziaria, cioè un'attività di erogazione di risorse finanziarie a titolo di credito, utilizzando prevalentemente risorse finanziarie ottenute da terzi a titolo di debito e, in parte minore, a titolo di capitale proprio” [Ruozzi, 2011, 1].

La possibilità di avviare il risparmio liquido dalle unità in surplus – solitamente famiglie – verso forme di investimento che soddisfano il bisogno delle unità in deficit – imprese e pubblica amministrazione – prende il nome di “funzione creditizia”, mentre la possibilità di utilizzare la forma tipica di passività bancaria – i depositi rimborsabili a vista – come mezzo di pagamento sotto forma di moneta bancaria – gli assegni – si configura come “funzione monetaria”. Inoltre, poiché “le passività [...] (delle banche)

sono accettate come mezzi di pagamento, il sistema finanziario contribuisce a determinare il volume complessivo dei mezzi monetari a disposizione dell'economia, dunque del potere di acquisto che può essere trasferito. La funzione creditizia e quella monetaria sono cioè strettamente collegate⁶⁵ [Onado, 2004, 16].

Accanto alla funzione creditizia e a quella monetaria le banche si caratterizzano anche per la possibilità di collocamenti finanziari durevoli, dando vita a quella che viene definita “funzione di investimento”; un'attività che, se svolta per conto della clientela, si inserisce in un'area più ampia che contraddistingue un'ulteriore funzione, quella dei “servizi”. Si tratta di operazioni non aventi natura né di intermediazione né di pagamento e che, pur non traducendosi in erogazioni di risorse finanziarie, si caratterizzano per la generazione di elevati volumi di operatività.

Negli ultimi decenni il sistema finanziario italiano ha infatti attraversato una fase di profondi cambiamenti riconducibili ai processi di globalizzazione economica, al progresso tecnologico, alla creazione di un mercato unico a livello europeo – e dunque alla progressiva armonizzazione dei differenti sistemi nazionali –. In questo quadro, dominato dalla crescente integrazione dei sistemi finanziari, le banche hanno dovuto modificare la loro natura.

Così, se nei prossimi paragrafi descriveremo l'evoluzione del processo di armonizzazione che ha portato al definitivo superamento della Legge bancaria del 1936, conviene prima soffermarsi brevemente sui caratteri evolutivi della banca come intermediario mobiliare, abilitato a negoziare strumenti finanziari sui mercati borsistici. Fino alla legge n.1 del 2 gennaio 1991, che ha istituito le SIM (Società di Intermediazione Mobiliare), gli unici soggetti autorizzati alla negoziazione erano gli agenti di cambio. Con la legge 1/1991, invece, viene concessa alle banche la possibilità di svolgere attività di intermediazione mobiliare mediante la costituzione di una SIM “di emanazione bancaria” oppure attraverso l'organizzazione al proprio interno un

⁶⁵ Così, se sotto il profilo economico la banca si caratterizza per l'esercizio della funzione creditizia e di quella monetaria, a livello giuridico dall'analisi congiunta dell' art. 10 e 11 del TUB è possibile individuare una doppia riserva di attività a favore delle banche; “ne consegue che se è possibile concedere prestiti senza essere banca, non è possibile raccogliere risparmio o esercitare congiuntamente detta raccolta di fondi e l'impiego in prestiti senza essere banca” [Quirici, 2009, pp. 62-63].

struttura dedicata e separata dal punto di vista contabile e organizzativo. Nonostante ciò, sarà soltanto con il decreto Eurosim⁶⁶ che verrà meno la riserva di legge a favore delle SIM rispetto alla possibilità di negoziare direttamente sui mercati regolamentari tutte le tipologie di strumenti finanziari. Vengono così poste le basi per la realizzazione concreta di un mercato comune europeo per l'intermediazione mobiliare, stabilendo il principio del mutuo riconoscimento, l'accesso diretto delle banche ai mercati regolamentati e la trasformazione in senso privatistico dei mercati esistenti. Nell'esercizio di tutti i servizi di investimento le banche vengono così equiparate alle imprese di investimento e, nella successiva emanazione del Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria (TUF) – entrato in vigore il 1° luglio 1998 –, viene ribadita tale impostazione con l'unico limite riguardante la gestione collettiva del risparmio, affidata alle SGR (Società di Gestione del Risparmio) e alle SICAV (Società di Investimento a Capitale Variabile). Le singole banche possono quindi scegliere tra l'esercizio diretto o la delega dell'intermediazione mobiliare ad altri soggetti. In questo caso, se la scelta tipica è quella di affidarsi a SIM di "emanazione bancaria", alcune banche possono decidere di concentrare la loro attenzione nel settore tradizionale – l'intermediazione creditizia – senza tuttavia trascurare le nuove opportunità scegliendo di affidarsi a SIM partecipate in via minoritaria o con le quali è stato stipulato un accordo commerciale.

Tab. 4 – Gli intermediari finanziari nel sistema finanziario italiano

	Attività	Tipologia istituzionale
Esercizio del credito	Credito a breve e medio-lungo termine	<i>Banche</i> : soggetti iscritti all'Albo di cui all'art. 13 del Testo Unico Bancario
	Leasing finanziario: localizzazione finanziaria	<i>Società di leasing finanziario</i>
		<i>Banche</i>
	Factoring: cessione di crediti di impresa	<i>Società di factoring</i> (società finanziarie)
		<i>Banche</i>
	Credito al consumo	<i>Società di credito al consumo</i> (società finanziarie)
		<i>Banche</i>

⁶⁶ D.lgs. 415 del 1 settembre 1996 che recepisce la direttiva 93/22/CEE, detta appunto direttiva Eurosim

Finanziamento mobiliare	Assunzione di partecipazione nel capitale delle imprese	<i>Finanziarie di partecipazione</i> (società finanziarie): detengono partecipazioni prevalentemente nel settore finanziario
		<i>Banche</i>
	Sottoscrizione e collocamento titoli	<i>Società di intermediazione mobiliare</i> (TUF) <i>Società di merchant banking</i> <i>Banche</i>
Negoziazione	Negoziazione di titoli in conto proprio e per conto terzi	<i>Società di intermediazione mobiliare</i> (TUF) <i>Banche</i>
Gestione del risparmio	Gestione individuale del risparmio	<i>Società di intermediazione mobiliare</i> (TUF) <i>Società di gestione del risparmio</i> <i>Banche</i>
	Gestione collettiva del risparmio	<i>Società di gestione del risparmio</i> (TUF) – Fondi comuni di investimento mobiliare aperti – Fondi comuni di investimento mobiliare chiusi – Fondi comuni di investimento immobiliare <i>Società di investimento a capitale variabile</i> (SICAV)
Assicurazione	Assicurazione vita e previdenzaS	<i>Società di assicurazione</i> <i>Istituti di previdenza</i> <i>Fondi pensione</i>
	Assicurazione danni	<i>Società di assicurazione</i>
Servizi di pagamento	Offerta di strumenti di pagamento	<i>Banche autorizzate a svolgere funzione monetaria</i> <i>Società emittenti carte di credito</i> (società finanziarie)
	Incasso e pagamento	<i>Società di incasso e pagamento</i> (società finanziarie): società di gestione in concessione del servizio di riscossione tributi <i>Banche</i>
Fonte: Onado (2004), pp. 23–24		

Ciò che qui interessa sottolineare è come nel decennio successivo all’entrata in vigore del TUF “le banche (abbiano) sviluppato un’intensa operatività nel settore dell’intermediazione mobiliare, tanto da far pensare a un modello di “banca mobiliare”

destinato a prendere quasi il sopravvento sul modello di “banca azienda di credito”, in una prospettiva che vedeva l’attività tipica della banca [...] quale attività destinata ad avere un peso minore nella formazione dei margini di utile” [Quirici, 2009, p. 92]. Nell’ultimo ventennio, infatti, “il sistema bancario italiano si è trasformato fino a divenire difficilmente confrontabile, almeno in superficie, con quello che era stato disegnato e costruito [...] alla metà degli anni trenta e cristallizzato nella Legge bancaria” [de Cecco, 2007, IX].

4.3. Origine e strutturazione del sistema bancario italiano

Tra il 1945 e il 1990 “il sistema finanziario italiano appare condizionato [...] dalla stretta relazione tra le politiche monetarie e le necessità della finanza pubblica, dall’accentramento sostanziale delle funzioni di controllo e indirizzo presso la Banca d’Italia, esercitato anche mediante strumenti amministrativi, dalla segmentazione funzionale e dalla prevalenza della proprietà pubblica degli intermediari, dalla persistente ristrettezza operativa e dimensionale del mercato azionario” [Piluso, 2011, 207]. Si tratta di elementi che affondano le radici crisi economica degli anni Trenta e che conducono nel 1936, davanti all’evoluzione di un sistema finanziario fortemente esposto ai rischi di fallimento, all’emanazione della legge bancaria che sancisce la netta separazione tra banca e impresa, “perché lì era la radice del male” [Toniolo, 1993].

Ma la genesi e la conformazione della legge bancaria, che come vedremo presenta dei tratti diversi da quelli che caratterizzano gli interventi in altri paesi – come ad esempio accade con la legge bancaria tedesca del 1934 –, non rappresenta l’unica specificità del contesto italiano. Ciò che colpisce è infatti l’estrema longevità dell’impianto legislativo, che mantiene una sostanziale continuità con gli assetti precedenti tanto nel passaggio al regime democratico quanto durante il suo successivo consolidamento.

Abbiamo già anticipato come la legge del 1936 trovi “la sua principale ragion d’essere nella necessità di ridefinire radicalmente il ruolo della banca mista in Italia, che fino agli albori aveva rivestito una posizione centrale nello sviluppo del sistema industriale

del paese” [Giordano, 2007, 4]. Con banca mista si intende una banca che, oltre alla funzione tradizionale dell’offerta di credito, partecipa direttamente alla gestione delle imprese attraverso investimenti nel capitale. Di conseguenza, il rapporto diretto con l’impresa ridimensiona la complessità dell’infrastruttura finanziaria, impedendo la costruzione di quelle istituzioni intermedie – come la Borsa – che caratterizzano invece i sistemi calibrati sugli investitori.

Tale modello, come abbiamo visto nel capitolo precedente a proposito del sistema industriale tedesco, ha giocato un ruolo cruciale dello sviluppo di quei paesi che hanno sperimentato in ritardo il processo di industrializzazione e nei quali era quindi necessario il sostegno diretto alla produzione di beni intermedi. L’Italia, che rientra sicuramente tra questi, presenta un’ulteriore peculiarità: accanto ad uno stretto e radicato intreccio tra banche e imprese affianca infatti una forte presenza dell’attore statale. La conseguenza è che, proprio in virtù della funzione di “riparatore” di ultima istanza, un incremento della partecipazione dello Stato conduce inevitabilmente a un aumento della concentrazione dei rischi con effetti destabilizzanti sull’intero sistema.

Si tratta di una debolezza che contribuirà a spiegare anche altri due effetti perversi del sistema bancario misto. Da un lato, la partecipazione pubblica incrementerà la generale sfiducia nei confronti della regolazione di mercato, dando così vita a quel circolo vizioso che alimenterà la crescente presenza dello Stato. Dall’altro, il progressivo indebolimento del liberalismo economico contribuirà alla crisi di quello politico e al conseguente sgretolamento delle istituzioni liberali davanti all’ascesa del fascismo.

Ma nel sostegno all’industrializzazione italiana la centralità della banca mista deve anche fare i conti con il dualismo – territoriale e produttivo – che contraddistingue il nostro sviluppo economico. Ciò conduce alla creazione di circuiti finanziari differenziati che, pur condividendo le stesse vicende storiche, risultano spesso privi di collegamento tra loro. Inoltre, l’assenza di forme alternative di finanziamento costringe le banche a dipendere in misura maggiore dai depositi e dal credito estero, con altrettanti effetti negativi, di fronte alle ricorrenti crisi finanziarie del primo dopoguerra, sulla stabilità del sistema.

Alla vigilia della crisi degli anni Trenta il grosso del credito erogato era così destinato a un centinaio di aziende che, proprio in virtù delle reti di relazioni e influenze prima

descritte, erano riuscite a svilupparsi notevolmente. Ma saranno proprio questi legami, nel tempo divenuti sempre più stretti, a creare quella dipendenza strutturale alla base della crisi. Tali imprese “erano (infatti) sotto il controllo delle banche, i cui impieghi in quel gruppo di aziende assorbivano, a loro volta tutti i fondi da esse raccolti. [...] La fisiologica simbiosi si era mutata in una mostruosa fratellanza siamese. Le banche erano banche “miste” sotto l’aspetto formale, ma nella sostanza erano divenute *banques d’affaires*, istituti di credito mobiliare legati a filo doppio alle sorti delle industrie del loro gruppo” [Mattioli, 1962, p. 336].

In assenza di capitali freschi si diffonde così il ricorso ad azioni incrociate; banche e imprese finiscono per possedersi a vicenda, con le prime che, finanziando i pacchetti azionari delle seconde attraverso il ricorso ai depositi fiduciari della clientela [Giordano, 2007, 18], rendevano evidente l’incapacità “di continuare a svolgere il loro ruolo a sostegno di investimenti nuovi e di equilibrate attività gestionali” [La Francesca, 2004, 144].

Non stupisce quindi che la crisi della Banca Commerciale Italiana (Comit) e del Credito Italiano (Credit), le due principali banche miste del paese, possa essere in larga parte ricondotta alla perdita di valore delle partecipazioni azionarie detenute. Di conseguenza, diventa inevitabile un generale ripensamento di quel sistema bancario che, pur avendo garantito lo sviluppo industriale di alcune aree del paese e di specifici settori produttivi, mostrava adesso tutti i suoi limiti.

Ma l’intervento dello Stato nei salvataggi di imprese in difficoltà – attraverso il coinvolgimento diretto della Banca d’Italia⁶⁷ – e la crescente sfiducia nella regolazione di mercato non contribuiscono soltanto a minare la legittimazione del liberalismo economico e per estensione di quello politico; la gestione dei fallimenti produce anche rilevanti conseguenze sociali.

Le politiche di salvataggio, infatti, pur riuscendo ad arginare le crisi aziendali, non solo non si configurarono come politiche del credito o di settore ma generarono effetti

⁶⁷ In seguito ai salvataggi, la Banca d’Italia si trova in possesso “di un portafoglio di partecipazioni industriali per sua natura fortemente illiquido, che le impone una responsabilità gestionale in aziende manifatturiere, oltre che bancarie. Essa è quindi costretta a procedere alla dismissione di una parte di tali partecipazioni, che vengono collocate sul mercato, spingendo l’istituto di emissione a operare nel ruolo anomalo di intermediario finanziario” [Giordano, 2007, 23].

distorcenti sulle condizioni di concorrenza, con ripercussioni negative sui risparmi nella nascente classe media [La Francesca, 2004, 145].

È in questo clima che la necessità di chiarire un quadro normativo che regoli il ruolo dello Stato come prestatore di ultima istanza conduce all'approvazione della prima legge bancaria (1926) che, oltre a definire un quadro di regole sull'attività bancaria – obbligo di iscrizione, autorizzazione ministeriale per l'apertura di nuove filiali, di nuovi istituti o per la fusione di quelli esistenti –, concede il monopolio dell'emissione di moneta alla Banca d'Italia, alla quale è inoltre affidata la responsabilità sulla vigilanza. Nonostante ciò, nel 1930 la Banca d'Italia sarà ugualmente chiamata a intervenire nella crisi di liquidità che coinvolge il Credito Italiano e l'anno successivo nella crisi della Banca Commerciale Italiana.

Ma quella descritta non si caratterizza per essere una tendenza unicamente nazionale. La particolare fase storica mette in crisi anche le altre banche miste del continente, seppur con notevoli differenze circa le risposte dei singoli governi nazionali. Così, se in Austria la crisi conduce al salvataggio e alla pubblicizzazione della *Creditanstalt*, in Germania la proprietà delle banche rimane in mani private, un fenomeno che influenzerà la successiva legge bancaria tedesca (1934) che proprio per questo presenterà un carattere meno radicale rispetto a quella italiana del 1936.

In Italia il quadro muta definitivamente nel 1936 con l'approvazione della Legge bancaria e la trasformazione in ente permanente dell'Iri (1937). Da allora, l'intervento pubblico si articolerà lungo tre direttrici che caratterizzeranno le fasi successive dello sviluppo economico e bancario del paese. La prima, condurrà alla nascita dello stato imprenditore; la seconda metterà al centro la volontà di protezione del risparmio; la terza, infine, si porrà come obiettivo il controllo diretto del sistema finanziario [Giordano, 2007, 29–60].

Con la nascita dello stato imprenditore l'Iri, inizialmente pensato come ente temporaneo, assume il controllo diretto sia delle banche sia, come conseguenza delle relazioni incrociate, delle partecipazioni ad esse imputate. In breve, se già alla vigilia della crisi delle banche più importanti parte dei depositi e dei conti correnti della clientela era transitata verso grandi clienti locali, adesso dallo sconfinamento generalizzato si passa ad una situazione cronicizzata. Le grandi banche, inoltre,

ponendosi come *hausbank*, avevano consentito linee di credito sovradimensionate finendo così per diventare socie di fatto delle imprese.

Il legame tra crisi industriale e perdite delle imprese e tra crisi finanziarie e situazione di liquidità delle banche miste si era fatto sempre più stretto, il credito bancario aveva oramai sorpassato la soglia oltre la quale tanto il rientro del credito specifico quanto la stessa sopravvivenza della banca dipendevano dalle sorti dell'impresa. L'entità e l'irreversibilità del fenomeno rendevano innaturale una situazione risultata fino ad allora funzionale e successivamente, nonostante il riconoscimento della crescente pericolosità, sostanzialmente tollerata. Lo snaturamento della funzione bancaria è evidente: la banca si trasforma in una *holding* senza operare attraverso capitali propri o con disponibilità finanziarie di lungo termine, quanto piuttosto sulla base di un risparmio raccolto in maniera diffusa e a breve termine [La Francesca, 2004, 171–173]. In questa fase, quello che prenderà il nome di “sistema Beneduce”, rappresenta una prima risposta di tipo emergenziale, utile per adattarsi alle trasformazioni ma incapace di proporre un disegno strategico idoneo ad accompagnare e guidare il passaggio a una forma di economia mista. I più colpiti finiscono per essere proprio quei vertici bancari che per lungo tempo avevano controllato buona parte dell'economia italiana e che adesso si vedevano costretti a cedere il posto alla burocrazia statale.

Inoltre, se ancora con la legge del 1926 il ruolo della banca mista – seppur riveduto e corretto – veniva considerato centrale, la legislazione degli anni Trenta, anche in virtù dei fini politici e bellici – come il processo di riarmamento e il sostegno a politiche autarchiche –, mette al centro il ruolo dello Stato come garante di flussi di credito stabili e sicuri. La seconda direttrice dell'intervento pubblico, anche al fine di rispondere alla crescente domanda di depositi bancari proveniente dalla nascente piccola borghesia, ha infatti come obiettivo la protezione del risparmio. Anche in questo caso, però, la definizione di un impianto normativo che mira alla promozione di una tutela esplicita, ritenuta insieme al credito funzione di “interesse pubblico”, non può essere correttamente interpretata senza un riferimento alle strategie politiche del fascismo. “La connotazione di interesse pubblico nella raccolta del risparmio, che già aveva cominciato a delinearsi con la legge del 1926, diveniva ora incisiva e pregante, mentre andava delineandosi marcatamente l'attribuzione della finalità di interesse

generale nell'esercizio del credito in vista di una funzione di indirizzo nell'allocazione ottimale delle risorse" [La Francesca, 2004, 192]. La scelta di promuovere un sistema centralizzato e discrezionale, a scapito di uno decentrato e diffuso, identifica nel deposito bancario posto sotto la tutela dello Stato il principale strumento finanziario. Si tratta di un modello che inquadra la tutela del risparmio in un sistema informativo opaco – ottenuto anche attraverso il controllo dei mezzi di comunicazione – secondo una logica completamente diversa rispetto a quella che, ad esempio, aveva caratterizzato il New Deal americano.

Negli Stati Uniti, infatti, la tutela del risparmiatore avviene attraverso la promozione di una maggiore trasparenza e una protezione limitata soltanto alle forme elementari di risparmio. Diverso è invece il caso degli investimenti, per i quali l'assenza di strumenti di tutela viene legittimata dall'idea che il rischio rappresenti uno degli elementi costitutivi dell'investimento stesso e che per questo non possa essere ridimensionato. È in questa prospettiva che deve essere letta l'approvazione nel 1933 del *Glass–Steagall Act*, un provvedimento che, vietando alle banche di investimento la possibilità di assunzione di depositi, conduce alla separazione tra l'attività tradizionale e quella di *investment banking*⁶⁸.

Tuttavia, se tanto negli Stati Uniti quanto in l'Italia è manifesta la volontà di tutelare gli investitori, è proprio su questo elemento che i due sistemi iniziano a divergere. Così, sebbene entrambe le legislazioni richiama esplicitamente l' "interesse pubblico", il significato che esso assume è diverso a seconda dei contesti: "la legislazione statunitense si muove verso la creazione di un meccanismo di mercato efficiente e sicuro nel suo funzionamento. In Italia prevale invece l'idea – presente anche nel disegno del sistema finanziario che emergerà nel dopoguerra – di una congenita avversione al rischio dei risparmiatori o, in altre parole, della necessità da parte delle istituzioni pubbliche di proteggere in modo diretto il risparmio nazionale, divenendone il principale veicolo di distribuzione. L'interesse pubblico diviene, quindi intervento e

⁶⁸ Nonostante ciò, l'esperienza statunitense e quella italiana presentano alcuni elementi di contatto. In tutti e due gli ordinamenti, infatti, si promuove – attraverso il ricorso ad una stretta regolazione – un tessuto bancario diffuso e radicato a livello locale al fine di ridimensionare la concentrazione del potere. Allo stesso tempo, però, in entrambi i paesi è presente la preoccupazione rispetto al numero eccessivo di banche.

controllo pubblico” [Giordano, 2007, 47] e ciò contribuisce a spiegare perché per il legislatore italiano non fosse auspicabile lo sviluppo di altri intermediari al di fuori del settore pubblico.

Al sistema dei grandi banchieri subentra così quello della burocrazia mentre il modello della banca mista viene sostituito da quello incentrato sullo Stato, al quale spetta oltretutto il ruolo di garante di ultima istanza e, di conseguenza, di responsabile della supervisione finanziaria delle imprese.

La terza direttrice, infine, fa riferimento al controllo diretto del sistema finanziario come corollario dell’idea di protezione pubblica del risparmio. Il primo intervento è rappresentato dall’integrazione quasi totale del sistema bancario all’interno di quello pubblico, poi seguito, al fine di aumentarne la controllabilità, da una segmentazione funzionale e territoriale. Ciò conduce inevitabilmente alla separazione tra banca e impresa, con la predisposizione di istituti di raccolta distinti tra breve e medio–lungo termine; si tratta, in altri termini, di una specializzazione funzionale che di fatto condurrà a una netta separazione tra credito ordinario e credito mobiliare⁶⁹.

In estrema sintesi, la fase storica nella quale maturò la legge bancaria, caratterizzata da una successione di dissesti a catena nel sistema bancario, è contraddistinta da una sequenza di interventi di “salvataggio” ad opera delle autorità politiche che trovarono la massima espressione nella costituzione dell’IRI, al quale vennero trasferiti i pacchetti azionari delle banche in crisi. In questa situazione, e davanti ai timori rispetto alla possibile riproposizione degli errori compiuti sotto l’egida della banca mista, la regolamentazione primaria viene principalmente improntata su una concezione statalista che rifiuta l’idea di banca come impresa e qualifica la raccolta del risparmio e l’esercizio del credito come funzioni di “interesse pubblico”. Ciò consentirà di subordinare l’attività bancaria a fini eterodeterminati di tipo politico–dirigista, spesso rispondenti a esigenze di politica economica. Inoltre, l’assenza di una previsione che esplicitasse le finalità di vigilanza permetterà nel tempo di piegare gli strumenti di controllo affidati alla Banca d’Italia al perseguimento di qualunque scopo: stabilità, efficienza, politica monetaria o

⁶⁹ A questo proposito è interessante notare come la segmentazione funzionale non sia direttamente richiamata nella legge, che di fatto si limita a vietare il disequilibrio delle scadenze. Ciò viene ricondotto alla volontà del legislatore di promuovere l’azione discrezionale dell’operatore pubblico piuttosto che di privilegiare controlli amministrativi ex ante [Giordano, 2007, 55].

programmazione economica. Infine, nella presunzione che una segmentazione per scadenze avrebbe meglio salvaguardato la stabilità complessiva del sistema bancario, viene codificata una divisione “territoriale” tra aziende e istituti di credito, a loro volta suddivisi in categorie istituzionali [Gai e Novembre, 2009, pp. 22–23].

Se questo è il quadro che si consolida in Italia nel periodo compreso tra le due guerre mondiali possiamo osservare come tanto le riforme introdotte con la legge bancaria del 1936 quanto la struttura del sistema finanziario, e quindi il ruolo dell’IRI e delle banche, restino sostanzialmente in vigore per tutto il secondo dopoguerra fino agli anni Novanta. Per quanto riguarda la raccolta e l’offerta di credito, ad esempio, la funzione di interesse pubblico trova conferma nell’art. 47 della Costituzione Italiana⁷⁰ mentre il ruolo dello Stato non solo viene preservato ma registra nel tempo un impegno crescente.

Tale continuità può essere interpretata come un concorso di cause strutturali, culturali e politiche. Tra le cause strutturali emerge l’assenza di quelle istituzioni intermedie – come la Borsa – necessarie per integrare un sistema di mercato; di conseguenza, la volontà di mobilitare il risparmio verso iniziative industriali, riconducibili in misura maggiore alla sfera politica, può essere sostenuta soltanto da un sistema fortemente sbilanciato verso enti di carattere pubblico. Si tratta di un fenomeno a sua volta sostenuto dalla presenza di altri due elementi di natura prevalentemente culturale: da un lato, un solido e radicato apparato burocratico dotato sia di robuste competenze che di “un certo idealismo”⁷¹ rispetto alle prospettive del paese e, dall’altro, il permanere di una forte sfiducia tanto nei confronti della capacità di autoregolazione del mercato quanto dell’idoneità a guidare il cambiamento da parte di una classe imprenditoriale fortemente collusa con il fascismo.

⁷⁰ Il primo comma dell’art. 47 della Costituzione Italiana recita infatti: “La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l’esercizio del credito”.

⁷¹ Proprio perché nei cinquant’anni che corrono tra il 1914 e il 1964, la costruzione del sistema finanziario italiano avviene secondo una logica *top down*, soffermarsi sulle caratteristiche socio-demografiche dell’apparato burocratico può fornire una “chiave di lettura poco usuale, ma rilevante”. Si tratta, infatti, di uomini passati indenni attraverso il fascismo e l’avvento della repubblica, in precedenza volontari nella prima guerra mondiale e che negli anni Venti avevano iniziato molto presto la carriera all’interno delle istituzioni. Fino agli anni Settanta, quando uscirono di scena, i vertici della burocrazia italiana saranno dunque composti da gente “allevata nell’età giolittiana. Di formazione risorgimentale e nazionalista” [de Cecco, 1997, 390] e ciò contribuisce a spiegare la visione “idealista” che essi avevano nei confronti delle prospettive del paese.

Nonostante ciò, e proprio in virtù della diffusa consapevolezza dei limiti strutturali del sistema bancario e finanziario italiano, nel dopoguerra si diffonde anche l'idea della necessità di un mercato mobiliare, capace sia di sostenere le imprese nei loro processi di crescita che di ridurre il peso dell'indebitamento con il settore creditizio; e sarà anche lungo questa prospettiva che troverà una nuova legittimazione la scelta di mantenere una sostanziale continuità con gli assetti precedenti – e quindi con la separazione tra breve e medio–lungo –.

All'interno del settore bancario sono quindi note le distorsioni del modello italiano e, in particolare, vi è una generale consapevolezza sugli effetti perversi connessi con l'allocazione di risorse in investimenti a medio–lungo periodo attraverso l'utilizzo di crediti di breve termine. Proprio per questo si farà strada l'idea della necessità di una strategia tripartita che, accanto al ruolo delle banche e degli istituti di credito speciale, affianchi un mercato mobiliare e una Borsa valori adeguati. Tuttavia, nonostante le premesse, tanto la Borsa – stretta tra il timore delle banche di perdere la loro centralità e l'incapacità della classe politica di definire una idonea cornice istituzionale – quanto lo sviluppo di adeguati mercati finanziari rimangono lettera morta. Alla fine degli anni Cinquanta le caratteristiche del sistema bancario italiano sono quindi le stesse del 1936:

- presenza di una specializzazione funzionale e territoriale delle aziende di credito che conduce a un'elevata concentrazione dei mercati locali;
- permanere di barriere all'entrata di carattere istituzionale cui si associa una forte discrezionalità da parte della Banca d'Italia;
- ruolo dominante della presenza pubblica nel settore creditizio.

Quello che qui interessa sottolineare, in virtù di quanto indicato nel primo capitolo rispetto al ruolo delle reti messo in evidenza dall'approccio strutturale del filone della nuova sociologia economica, è come l'assetto complessivo del sistema venga permeato da dinamiche relazionali: così la “creazione di canali informali che si interpongono tra il circuito nazionale dominato dai grandi istituti di credito e i mercati locali presidiati dalle piccole banche (si realizza) attraverso infrazioni alle condizioni poste dal cartello, flussi interbancari che veicolano fondi dalle banche piccole verso quelle grandi, e un

progressivo processo di de-specializzazione che crea forme di concorrenza anche tra aziende bancarie che operano in aree e segmenti diversi” [Giordano, 2007, 66].

Non stupisce quindi la diffusione dell’idea che fosse possibile raggiungere una maggiore efficienza del mercato bancario per mezzo del controllo amministrativo piuttosto che attraverso la competizione tra istituti. Anzi, con la legge bancaria del 1936, grazie al controllo di tutti i canali della raccolta del risparmio e alla codificazione del concetto di “interesse generale”, viene “abbandonata formalmente e nei fatti la concezione della supremazia del mercato quale strumento atto realizzare l’ottima allocazione delle risorse” [La Francesca, 2004, 193]. Inoltre, se dal lato della raccolta si registra la pressione contenuta di strumenti alternativi ai titoli di stato, da quello dell’impiego, il modesto ricorso al mercato attraverso la Borsa si unisce all’incapacità degli istituti di credito speciale a trasformarsi nel tempo in intermediari finanziari, ovvero in soggetti idonei a negoziare strumenti sul mercato dei capitali.

Come abbiamo prima evidenziato, richiamando il ruolo delle variabili strutturali, culturali e politiche, è proprio dal livello politico che proviene la spinta per favorire la crescita indiscriminata del credito con il fine di incoraggiare e sostenere, in una fase di particolare del ciclo economico, l’emersione e il consolidamento di una nuova imprenditoria basata sulla piccola e media impresa. Lungo questa prospettiva, e in ragione del particolare tessuto industriale che si stava strutturando in Italia, un sistema bancario basato sull’autonomia decisionale e sulla concorrenza – potenzialmente desiderabile in astratto – si sarebbe invece mostrato inadeguato nel sostegno alle reali esigenze del tessuto produttivo. La Democrazia Cristiana, ad esempio, “(guardava) alla minuta imprenditoria diffusa come una base di supporto imprescindibile, e (vedeva) nello sviluppo decentrato un elemento di contenimento sia dell’ascesa delle sinistre, rappresentate dai ceti operai delle grandi imprese urbane, sia di un capitalismo liberale di cui, istintivamente, (diffidava)” [Giordano, 2007, 68].

Se questa strategia garantisce nei fatti un sistema stabile e capace di assecondare una crescita economica anche nei territori periferici, allo stesso tempo però esse presenta anche alcuni “costi economici” che ritardano il passaggio a una forma più matura di capitalismo.

Da questo punto di vista, il ruolo dello Stato come garante ridimensiona la crescita di un efficiente mercato del rischio, stimolando così una cultura dell'erogazione del credito legata più a criteri formali di matrice assicurativa – che individuano nella condivisione dell'esposizione tra le differenti banche un elemento chiave di stabilità – piuttosto che ad analisi sistematiche degli affidamenti, indebolendo, di conseguenza, la generale capacità di allocazione del sistema.

Si tratta infatti di un processo caratterizzato da una “efficienza adattiva”, dove finanza e struttura produttiva si influenzano e sostengono a vicenda, secondo il binomio crescita economica–conservazione che ritroviamo anche nel dualismo tra banche nazionali e banche locali.

La scelta della Banca d'Italia di sostenere la “bancarizzazione del paese” richiede infatti una capillare diffusione su tutto il territorio della presenza bancaria e il sostegno esplicito al consolidamento di un radicato sistema di banche locali. Un simile sviluppo è inoltre rinforzato da un lato, dal timore che le grandi banche possano tentare un ritorno al modello misto e, dall'altro, dall'idea che, in un contesto come quello italiano, la presenza di molteplici istituzioni creditizie fosse garanzia di un'equa distribuzione.

In breve, la grandi banche al servizio dei maggiori gruppi vengono tenute sotto stretta sorveglianza dalla Banca d'Italia che, attraverso l'utilizzo restrittivo sia delle autorizzazioni amministrative sia dei limiti all'erogazione del credito, spinge verso un riequilibrio territoriale. Alla base di tale strategia possiamo individuare da un lato, la promozione di casse popolari, di risparmio, rurali e cooperative e, dall'altro, la diffusione di banche locali che ridimensionano in maniera consistente il livello di concentrazione bancaria⁷².

Si tratta di scelte che inevitabilmente finiscono per condurre a conseguenze indirette; effetti perversi che influenzano negativamente i processi innovativi tanto a livello di settore quanto a livello di *corporate governance*, sostenendo, anche in virtù dei legami

⁷² Nel 1946, ad esempio, la struttura bancaria nazionale era così distribuita: gli istituti di credito pubblico con il 15% degli sportelli amministravano il 20% dei depositi ed effettuavano il 21% degli impieghi, le banche di interesse nazionale (Banca commerciale italiana, Credito italiano, Banco di Roma) con il 9% degli sportelli amministravano il 29% dei depositi e degli impieghi, le casse di risparmio e i monti di pegno con il 26% degli sportelli amministravano il 19% della raccolta e il 13% degli impieghi, le banche di credito ordinario, infine, mantenevano una quota del 24% degli sportelli, del 21% dei depositi e del 24% degli impieghi [La Francesca, 2004, pp. 207-209].

fiduciari e informali all'interno dei singoli contesti produttivi, una crescita “senza fratture” più favorevole alla continuità degli assetti consolidati piuttosto che al cambiamento.

Ma le strategie della Banca d'Italia non si limitano alla promozione della segmentazione territoriale; allo stesso tempo si osserva infatti una separazione funzionale tra credito a breve e credito speciale, con Mediobanca nel ruolo di soggetto specializzato nell'intermediazione mobiliare: “ancora una volta si conferma l'idea che sia preferibile che gli operatori bancari si specializzino per scadenze, e una visione di politica economica secondo la quale il credito speciale è da intendersi come uno strumento per l'intervento diretto dello Stato in economia” [Giordano, 2007, 79] da affidarsi in larga misura all'apparato pubblico. Permane quindi quella bipartizione del sistema bancario – già codificata nella legge bancaria del 1936 – che aveva previsto per il credito a lungo termine la destinazione, attraverso il ricorso a istituti speciali, a precisi settori industriali considerati strategici e definiti a livello governativo.

Nel dopoguerra la scelta della continuità conduce alla crescita, anche attraverso erogazioni pubbliche a fondo perduto, del numero di istituti specializzati a livello settoriale e territoriale, con il fine esplicito di agevolare il credito alla piccola e media impresa. In questo contesto anche il ruolo di Mediobanca, l'unica banca di investimento del paese, risulta inevitabilmente influenzato. Così se Mediobanca rappresenta il solo intermediario capace di riunire in sé la gestione del credito industriale, la consulenza finanziaria e l'interazione con gli equilibri di controllo delle imprese – ovvero quelle funzioni che contraddistinguono una banca d'affari –, proprio il contesto italiano, caratterizzato dalla ridotta dimensione e dalla debolezza istituzionale del mercato finanziario – e quindi dall'incapacità di realizzare un efficiente *market for corporate control* –, rende l'esperienza di Mediobanca più simile a quella delle banche d'affari francesi piuttosto che a quelle anglosassoni⁷³ [de Cecco e Ferri, 1996, 89–109]. Anche

⁷³ Il controllo allocativo al di fuori delle logiche di mercato, che conduce a una distorsione a favore dei gruppi di controllo preesistenti, e l'apertura alla quotazione in borsa con l'ingresso di soci esteri rendono l'operato Mediobanca a metà tra il settore pubblico e quello privato: “si tratta di una presenza unica nel panorama italiano, che possiede le caratteristiche di una banca d'investimento secondo il modello anglosassone, collocatrice sul mercato di strumenti finanziari e *advisor* di operazioni finanziarie, sia di una banca di investimento, sia, infine, di una *merchant bank*, che partecipa in via diretta al capitale delle imprese” [Giordano, 2007, 86].

in questo caso quindi la strategia di Mediobanca, che permette di sopperire all'assenza di efficienti mercati finanziari, può essere letta – il linea con una logica conservatrice – nei termini di “efficienza adattiva”.

L'andamento del mercato azionario e l'allontanamento dalla Borsa conducono alla progressiva riduzione dell'emissione di azioni a favore di un crescente ricorso all'indebitamento che, nei fatti, favorisce la crescita dell'importanza delle *holding* finanziarie. Di conseguenza rimane ridotto lo spazio sia per le istituzioni che operano nel mercato finanziario sia per quegli intermediari impegnati nella produzione di informazioni e nella gestione delle imprese.

In un simile contesto, il ritardo nello sviluppo del mercato mobiliare come complemento di un sistema finanziario basato sulla specializzazione degli intermediari, ridimensiona la trasparenza e l'efficienza dei mercati, rinviando la nascita e il consolidamento da un lato di investitori istituzionali e, dall'altro, di adeguate figure professionali capaci di veicolare e gestire i risparmi in investimenti mobiliari⁷⁴.

Se, come vedremo nel prossimo paragrafo, a partire dagli anni Novanta il contesto istituzionale registra una gradualmente trasformazione – che tuttavia non riuscirà ad incidere fino in fondo su quelle strozzature, come le partecipazioni incrociate o i controlli piramidali, che fin dalle origini hanno contraddistinto il sistema italiano –, fino ad allora il ritardo nello sviluppo del mercato mobiliare si inserisce in un percorso di consapevole continuità con gli assetti precedenti, caratterizzato dalla centralità occupata dallo Stato tanto nell'economia quanto nel sistema bancario.

4.4. Le trasformazioni tra gli anni Settanta e gli anni Ottanta

La situazione inizia a modificarsi a partire dagli anni Settanta quando, davanti alla crisi e alla trasformazione dell'economia reale, gli effetti perversi del sistema bancario –

⁷⁴ A questo proposito basti pensare al ruolo già descritto nel primo paragrafo degli agenti di cambio fino ai primi anni Novanta: soggetti con una modesta consistenza patrimoniale, spesso incapaci di promuovere la fornitura di servizi complementari per gli investitori.

legati tanto al sostegno istituzionale al sistema industriale quanto al consolidamento dell'intervento statale in economia – diventano evidenti.

Se nel lento processo di trasformazione la Banca d'Italia giocherà un ruolo determinante, nel decennio successivo la spinta decisiva provverrà soprattutto da soggetti esterni. Centrali saranno infatti, da un lato, le Direttive europee e la creazione del mercato unico e, dall'altro, le pressioni alla trasformazione imposte dal processo di globalizzazione dei mercati, dallo sviluppo tecnologico e dalla svolta culturale maturata con l'affermazione dei governi conservatori in Inghilterra e negli Stati Uniti.

Si tratta di processi che, come vedremo, possono essere interpretati facendo ricorso ai concetti di isomorfismo istituzionale – e in particolare all'isomorfismo coercitivo – che abbiamo illustrato e discusso nel primo capitolo e che adesso possono essere applicati all'analisi delle trasformazioni di un sistema che, come quello bancario, è particolarmente influenzato dalle trasformazioni nella regolazione.

Nelle pagine precedenti abbiamo sommariamente richiamato i mutamenti e le tensioni che, attraversando il mondo del lavoro e della moneta, conducono all'emersione del fenomeno della stagflazione. Pur trattandosi di fenomeni di portata globale – come abbiamo visto nelle considerazioni di Forsyth e Notermans –, nel nostro caso conviene proseguire nella scelta di focalizzare l'attenzione alle sole dinamiche italiane, risalendo alle origini del processo di trasformazione.

In generale, possiamo ricondurre le fonti di mutamento del settore bancario a tre principali aree [Piluso, 2011, 208]. La prima riguarda la dimensione legislativa. Fin dai primi anni Cinquanta la normativa viene infatti integrata da numerosi interventi legislativi che allargano l'area degli istituti di credito speciale e introducono forme di credito agevolato e amministrato; una tendenza che subirà un'inversione solo alla fine degli anni Settanta. In seconda battuta, possiamo inoltre individuare il ruolo giocato dalla dimensione regolativa. L'azione regolativa della Banca d'Italia, soprattutto con la presidenza di Donato Menichella (1948–1960), tese infatti a promuovere il riequilibrio del settore bancario favorendo la crescita delle banche locali (banche popolari e casse di risparmio) e degli istituti di diritto pubblico (Banco di Napoli e Banco di Sicilia, Banca Nazionale del Lavoro, Monte dei Paschi di Siena e Istituto Bancario San Paolo di Torino). Tale orientamento, che andò principalmente a discapito delle grandi banche di

interesse nazionale, fu rivisto dai primi anni Ottanta, quando l'azione dell'autorità monetaria – anche grazie alla creazione di nuovi mercati finanziari, come il Mercato sui Titoli di Stato – venne riorientata verso la promozione di una maggiore concorrenza nel sistema. La terza area da prendere in considerazione è infine quella legata alle dinamiche interne al sistema che fino alla fine degli anni Ottanta rafforzarono alcune tendenze, come ad esempio la riduzione del tasso di concentrazione, sostenute dall'autorità centrale.

A livello macroeconomico, le tensioni economiche degli anni settanta producono un aumento significativo dei deficit di tutti i paesi industrializzati. In Italia, il crescente disavanzo dello Stato viene finanziato attraverso la creazione di nuova moneta. Si tratta di un compito al quale la Banca d'Italia, seppur non formalmente obbligata, decide di adempiere scegliendo, nel rispetto degli equilibri istituzionali, di assecondare il Tesoro. Allo stesso tempo, però, si tratta anche di un fenomeno che dà inizio a quel processo di ridefinizione dei ruoli che negli anni successivi porterà alla definitiva separazione tra esigenze di bilancio pubblico e scelte di politica monetaria.

La crescente instabilità e la necessità di reperire nuove risorse, senza tuttavia aggravare la bilancia dei pagamenti, costringono inoltre la Banca d'Italia a introdurre una serie di misure particolarmente invasive. Nonostante ciò, e seppur con applicazioni diverse a seconda delle banche – che di fatto ripropongono il dualismo tra banche locali, meno colpite, e banche nazionali –, sono proprio questi provvedimenti che, prevedendo l'applicazione basata sul rispetto di vincoli quantitativi definiti ex ante, gettano le basi per i cambiamenti che si verificheranno nei decenni successivi⁷⁵. Nel complesso:

“modificando il comportamento delle banche si mette in moto un processo di omogeneizzazione nel senso della prevalenza pubblica. Il massimale viene introdotto per limitare la crescita dei depositi bancari, ne consegue di riflesso l'aumento dei tassi

⁷⁵ Si tratta, nel dettaglio, del *vincolo sul portafoglio*, che obbliga le banche ad investire una parte del loro portafoglio in titoli di Stato e obbligazioni a lungo termine emesse dagli istituti di credito speciale; del *massimale sugli impieghi*, che indica l'ammontare massimo degli investimenti che, sulla base della loro dimensione, possono essere concessi alle imprese; e del *controllo del credito totale interno* (Cti). Tuttavia, poiché nel calcolo del Cti il ruolo del credito privato, se confrontato con quello imputabile al settore pubblico, risulta marginale, tale criterio, davanti alla crescita continua del disavanzo pubblico, verrà negli anni disatteso pena l'inaridimento dei flussi di credito privato [Giordano, 2007, pp. 106-109].

relativi ed anche la propensione ad investire in titoli parte della liquidità derivante dalla limitazione degli impieghi. [...] La riduzione indotta dalla remunerazione sui depositi dovrebbe provocare una riduzione dell'intermediazione bancaria. Il vincolo di portafoglio, a sua volta, imponendo alle aziende di credito la sottoscrizione di titoli, le obbliga a ridurre le altre forme di impiego" [La Francesca, 2004, pp. 226–227].

La gravità della crisi mette in evidenza il legame tra i ritardi delle imprese, i cui fallimenti conducono sempre più spesso a salvataggi pubblici, e la debolezza del sistema finanziario. Nel caso delle partecipazioni statali e degli istituti di credito speciale, infatti, sono sempre più evidenti le tendenze alla deresponsabilizzazione. Ciò diverrà ancor più evidente quando inizieranno a manifestarsi gli effetti perversi del vincolo alla specializzazione settoriale che, impedendo adeguate strategie di diversificazione, condurrà gli istituti di credito speciale a una sempre maggiore esposizione, dando così vita a una vera e propria crisi di sistema.

Specializzazione settoriale e indirizzo politico producono infatti una eccessiva concentrazione del credito. Questo, anche in virtù degli incentivi pubblici, viene infatti e concesso senza adeguate analisi con ulteriori conseguenze negative. Da un lato, si registra un aumento dei rischi e, dall'altro, si distorce la redditività delle operazioni [Giordano 2007]. Così, il tentativo di governare il processo di accumulazione, già avviato negli anni Sessanta nelle forme del protezionismo finanziario, viene adesso esaltato dall'intento di governare la crisi degli anni Settanta e in buona parte assorbito attraverso il ricorso al settore pubblico [La Francesca, 2004, 229]. Gli effetti che tali manovre producono sul sistema finanziario italiano sono però consistenti e conducono alla crescita del deficit pubblico, all'aumento dei rischi di azzardo morale da parte di banche sempre più inclini ad aumentare la loro propensione al rischio e al consolidamento di un blando sistema di controllo nei confronti di quegli istituti di credito speciale che, successivamente, verranno colpiti da una congiuntura particolarmente sfavorevole. Soltanto il fenomeno della "doppia intermediazione" riesce ad allentare le tensioni sul credito speciale, ma anche in questo caso gli effetti distorcenti sul funzionamento del sistema sono notevoli, basti pensare che alla fine degli anni Settanta l'incidenza dell'apporto di fondi a istituti speciali da parte di aziende di credito ordinario raggiunge l' 80% degli impieghi mentre l'assenza di altri canali di

finanziamento finisce per aggravare la dipendenza delle imprese dal debito [Giordano, 2007, pp. 111–115].

Si innesta così un circuito di alimentazione del mercato obbligazionario attraverso flussi di finanziamento provenienti sia in maniera diretta, ovvero dai risparmiatori verso le imprese, sia indiretta, attraverso il sistema creditizio. Le banche acquisiscono obbligazioni di imprese e di istituti di credito speciale e, attraverso questa “doppia intermediazione”, sostengono le imprese e le iniziative della mano pubblica. Si tratta di un sistema che trova origine nel sempre maggiore flusso di depositi a breve presso le aziende di credito e che abilita queste ultime alla trasformazione delle scadenze mediante la sottoscrizione delle obbligazioni emesse dagli istituti e sezioni di credito speciale. Il ricorso a tali istituti viene letto come un fenomeno di supplenza di forme indirette di finanziamento dei prestiti a lungo termine [La Francesca, 2004, pp. 229–230]. In altre parole, “il finanziamento a medio e lungo termine a tassi agevolati ha rappresentato nel dopoguerra un succedaneo del capitale di rischio” [Pontolillo, 1989, 235].

È in questo contesto che la Banca d'Italia decide di restituire capacità decisionale ai singoli istituti, cosicché l'erogazione del credito diventi soggetta a una seria valutazione dei rischi d'impresa. Prende così vita quella “rivoluzione silenziosa” che lentamente, e spesso con provvedimenti amministrativi, porterà al cambiamento del nostro sistema bancario e finanziario. I ritardi, come avviene con il recepimento della prima Direttiva Cee, non sono tuttavia causali⁷⁶. La direttiva definisce infatti l'attività bancaria come attività di impresa, imponendo così una profonda rilettura della legge bancaria del 1936 che, come abbiamo visto, considerava la raccolta del risparmio e la concessione del credito come attività di interesse pubblico.

Il recepimento dell'impostazione della Direttiva Cee produce tre principali conseguenze. Anzitutto, il concetto di banca come impresa conduce all'introduzione del principio della concorrenza e quindi al superamento delle barriere all'ingresso – sia settoriali che territoriali –; in secondo luogo, se già con gli indirizzi della Banca d'Italia era emersa la necessità di aumentare il livello di autonomia degli istituti, con la

⁷⁶ Per avere un'idea della lentezza a procedere del legislatore italiano basti pensare che la “prima Direttiva Cee che, approvata dal Consiglio d'Europa nel 1977, approda nell'ordinamento italiano solo nel 1985” [Giordano, 2007, 153].

crescente competizione, il concetto di autonomia gestionale diventa adesso un complemento imprescindibile; la terza conseguenza, infine, è rappresentata dal superamento della specializzazione per scadenze, che consente la diversificazione delle attività e quindi l'estensione a settori non tipicamente bancari – come il leasing, la gestione del risparmio e l'assicurazione – e un'apertura alle attività di intermediazione nel mercato. Ciò apre inoltre la strada a una ridefinizione del rapporto tra banca e impresa, con la concessione della possibilità di detenzione di quote azionarie [Giordano, 2007]. La portata di queste innovazioni può essere meglio compresa considerando che, poiché “l'ordinamento creditizio del 1936–38 nasce come un ordinamento di settore, è facile capire come le barriere tese a creare “riserve di caccia” abbiano fatto crescere gli organismi a guisa di animali in cattività che, abituatisi a beneficiare di rendite di posizione, non hanno imparato a misurarsi con le dure leggi della concorrenza e del libero mercato” [Gai e Novembre, 2009, 23]. Ma tali trasformazioni implicano anche un ripensamento della struttura societaria e quindi l'introduzione delle società di capitali tese alla generazione di profitto.

Si prepara così “un cambiamento radicale [...] in un contesto, come quello italiano, in cui hanno ancora particolare rilievo le forme giuridiche di fondazione, di associazione di persone o corporazioni, i sei istituti di diritto pubblico, le casse di risparmio, i monti di credito e i numerosi istituti di credito speciale, nei quali lo Stato è spesso presente [...]. Il tesoro, inoltre, possiede direttamente le banche di interesse nazionale, i cui vertici aziendali sono nominati dal tesoro stesso” [Giordano, 2007, 155].

L'accentuazione degli elementi di imprenditorialità fa risaltare la necessità di una generale ridefinizione del contesto normativo. In particolare, per quanto riguarda l'ambito di operatività delle banche, viene sottolineata l'esigenza “di ridurre la specificità della normativa presente che prevede e descrive le singole operazioni ammesse, così da sviluppare la capacità di intermediazione” [Banca d'Italia, 1981, 436]. Ma il riconoscimento della banca come impresa richiede anche, oltre a una differente selezione dei vertici di governo delle stesse, una ridefinizione delle regole di vigilanza, con il passaggio da una disciplina discrezionale a criteri definiti ex ante e ispirati ai principi di redditività, di efficienza e solvibilità. Il riconoscimento del carattere

imprenditoriale esclude quindi la possibilità di imporre vincoli operati all'attività bancaria per fini di politica economica.

In breve, le trasformazioni prima richiamate ridimensionano la capacità di indirizzo nei confronti delle banche e conducono alla separazione dell'attività di vigilanza da quella di politica monetaria, affidata adesso a strumenti di mercato. Allo stesso tempo, il nuovo ruolo dello Stato come regolatore e la conseguente ridefinizione del concetto di interesse pubblico, fortemente ridimensionato rispetto alla formulazione originaria, impongono la creazione di strumenti basati su regole generali e non autoritativi, in grado di definire i confini del mercato e le regole per il sostegno del binomio concorrenza–stabilità.

A partire dagli anni Ottanta la trasformazione subirà un'accelerata in seguito ai mutamenti registrati nei sistemi finanziario degli altri paesi industrialmente avanzati, come avviene con il rapido processo di disintermediazione bancaria in seguito allo sviluppo dei mercati finanziari. Negli Stati Uniti, ad esempio, si consoliderà quella che verrà definita la “cosiddetta “securizzazione” dell'economia, a cui contribuiscono in maniera decisiva i Fondi comuni mobiliari e gli altri investitori istituzionali” [Giordano, 2007, 165] con effetti rilevanti, come abbiamo visto nel terzo paragrafo del secondo capitolo, sulla *corporate governance* delle imprese. Si tratta di un fenomeno che, rendendo l'attività di *trading* una fonte di ricavo alternativa rilevante, nel tempo si accompagnerà a una sempre più attiva gestione del rischio da parte delle banche e che condurrà a un assottigliamento della tradizionale distinzione tra banche commerciali e di investimento⁷⁷.

Il processo di disintermediazione coinvolge anche il sistema bancario italiano. Tuttavia, a differenza di quanto accaduto negli altri paesi, in Italia “la disintermediazione delle banche è [...] provocata in misura prevalente dalle esigenze di finanziamento del

⁷⁷ Il 1999 segna l'abolizione della legge Glass-Steagall del 1933, che “sanciva la separazione tra banche commerciali e banche di investimento – le prime sottoposte a massicci controlli; le seconde a forme di controllo più blande. Il vento della deregulation reaganiana soffiò così forte da armare la mano di Gramm-Leach-Bliley cui si deve quell'abolizione. Con l'esito che sarebbe stato facile immaginare. Non contento di ciò, sempre Gramm si fece paladino della legge sulla *Commodity Futures Modernization* firmata da Clinton il 21 dicembre 2000, poco prima di lasciare la presidenza americana. Il portato di tale norma era di sottrarre i prodotti finanziari derivati alla regolamentazione e alla sorveglianza sia della SEC sia della Commissione per il Commercio dei Titoli Future, ciò che consentì un'espansione senza precedenti dei derivati scambiati al di fuori del mercato borsistico” [Zamagni, 2008, 8].

disavanzo (come avviene ad esempio con i BOT), piuttosto che da un generale processo di *securization* dell'economia" [Conigliani, 1986, 8]. Ciò, come abbiamo visto, ridimensiona ancora una volta lo sviluppo di forme alternative al credito bancario per il finanziamento delle imprese.

La presenza di un elevato debito pubblico contribuisce comunque all'emersione di due fenomeni: da un lato, diventa evidente la presenza di un vasto bacino di risparmiatori desiderosi di sottoscrivere i debiti – con ricadute negative per quanto riguarda la capacità dei governi di promuovere una politica di bilancio più accorta – e, dall'altro, sarà proprio la gestione del debito pubblico a produrre tra la metà degli anni Ottanta e i primi anni Novanta sperimentazioni finanziarie innovative, come accade ad esempio, la decisione di aprire il mercato dei Bot ai risparmiatori privati⁷⁸.

In questo contesto diventa evidente la necessità di individuare soluzioni istituzionali atte a limitare la possibilità dei governi di utilizzare la monetarizzazione per la copertura del deficit. Si diffonde così l'idea della necessità di una maggiore indipendenza delle banche centrali dal potere politico e che nel 1981 condurrà al "divorzio" con il Tesoro. Il venir meno dell'obbligo da parte della Banca d'Italia ad acquistare i buoni del Tesoro rimasti invenduti sulle aste produce di fatto la rimozione del legame tra disavanzo pubblico e politica monetaria [Giordano, 2007, pp 169–177]. Due anni dopo, nel 1983, vengono invece poste "le basi per l'abbandono definitivo del controllo amministrativo diretto del credito bancario, cancellando l'imposizione di limiti nell'espansione degli impieghi degli istituti di credito e optando a favore di forme di controllo indiretto, che miravano a regolare la liquidità del sistema attraverso operazioni di compravendita di titoli a breve termine sul mercato monetario [Lavista, 2011, 197].

Successivamente, con l'entrata in vigore della prima Direttiva europea nel 1985, si giunge al riconoscimento dell'attività bancaria come attività con carattere di impresa, il principio della specializzazione temporale viene ridimensionato mentre cadono le

⁷⁸ Nonostante ciò, nella seconda metà degli anni Novanta "il processo di adesione dell'Italia all'UEM ha determinato un abbassamento nella struttura dei tassi di interesse sui titoli del debito pubblico e ha orientato le famiglie italiane verso investimenti finanziari alternativi ai Bot. Sfruttando il suo quasi-monopolio nei canali distributivi, il settore bancario italiano ha intercettato tale propensione e ha riallocato una parte consistente dei portafogli finanziari delle famiglie verso il settore del risparmio gestito, da esso ampiamente controllato. Questa riallocazione ha accresciuto i ricavi bancari da servizi" [Messori, 2012, 162].

restrizioni amministrative per le nuove banche. Anche la concezione di controllo pubblico assume una nuova connotazione: accanto alla centralità riconosciuta al mercato, attraverso l'accettazione dei principi della concorrenza e della trasparenza nella competizione tra banche, assumono una nuova rilevanza sia l'individuazione dell'azionista di riferimento sia la disciplina dei gruppi bancari, al fine di favorire una maggiore offerta di prodotti e servizi in un quadro di competizione internazionale.

Il ruolo delle pressioni esterne al sistema, interpretabile in termini di isomorfismo coercitivo, diventa manifesto nelle parole di Carli: “nella seconda metà degli anni Ottanta abbiamo assistito a una gigantesca impresa di abbattimento della legislazione vincolistica, basata sul credito agevolato e sulla protezione amministrativa degli intermediari creditizi. È venuto meno il controllo amministrativo dell'offerta di credito con la fine del piano sportelli. Si è dissolta la pratica del cartello bancario per la definizione del tasso di interesse. Si è creato un mercato per i titoli di Stato. Tutto ciò è avvenuto sotto il pungolo della legislazione comunitaria che, dopo l'Atto Unico, ha assunto le forme di una sistemazione giuridica a difesa della concorrenza” [Carli, 1993]. Affronteremo le trasformazioni che hanno caratterizzato il periodo successivo agli anni novanta nel prossimo paragrafo, ciò che qui è interessante notare è invece come, nonostante la consapevolezza degli attori rispetto alla necessità di trasformazione degli assetti e delle attività delle banche, la lenta trasformazione risenta molto del contesto istituzionale e dei legami che i diversi attori hanno nel tempo strinto tra loro. Tale fenomeno può essere interpretato facendo ricorso agli strumenti presentati nel primo capitolo, quando abbiamo messo in evidenza come alcune organizzazioni inefficienti possano ugualmente sopravvivere proprio in virtù dei legami con il contesto istituzionale. Alla stessa maniera, inoltre, il concetto di “efficienza adattiva”, che abbiamo prima richiamato – ad esempio, a proposito del modello Mediobanca –, mette in evidenza come non vi sia un'unica via all'efficienza e come questa, proprio in virtù delle specificità istituzionali, possa essere socialmente costruita.

4.5. Dagli anni Novanta alla finanziarizzazione

La ricostruzione dell'evoluzione del sistema bancario fino alla fine degli anni Ottanta consente di identificare tre principali fasi. Il primo passaggio, che coincide con il governatorato di Menichella (1948–1960), appare caratterizzato da un discreto livello di coerenza con il modello disegnato negli anni Trenta, in cui l'obiettivo di crescita del reddito, realizzato attraverso accumulazione di risparmio e investimenti in condizioni di stabilità, veniva accompagnato da interventi volti alla valorizzazione degli istituti locali. La seconda fase, sostanzialmente legata alla figura del governatore Carli (1960–1975), si apre con un robusto intervento pubblico straordinario, temperato dalla decisione della Banca d'Italia di adottare una politica monetaria espansiva, compatibile con lo sviluppo quantitativo del credito. Nonostante ciò, la minore qualità delle imprese e dei progetti selezionati conduce a un'espansione del mercato delle obbligazioni pubbliche e alla drastica caduta funzionale del mercato azionario. La terza fase, infine, avviata sul finire degli anni Settanta dal Governatore Baffi (1975–1979), prosegue sotto l'azione del Governatore Ciampi (1979–1993) nel decennio seguente, quando vengono realizzate profonde riforme di sistema [Piluso, 2011, pp. 208–209].

Nonostante ciò, proprio in virtù della flessibilità nell'interpretazione della Legge Bancaria e in assenza di una rilettura organica del quadro normativo – che arriverà soltanto con il TUB –, la Banca d'Italia ha assunto decisioni di portata rilevante mediante il ricorso a strumenti di tipo amministrativo che hanno consentito quella “rivoluzione silenziosa” richiamata pocanzi. Le disposizioni della legge bancaria, infatti, si limitavano a stabilire i principi fondamentali e a conferire alle autorità creditizie il potere di emanare norme secondarie, per loro natura più flessibili e dunque più idonee ad adeguarsi all'evoluzione della realtà operativa [Gai e Novembre, 2009, pp. 21–22].

Al profondo mutamento che ha caratterizzato l'evoluzione del mercato finanziario italiano, accanto alle dimensioni già richiamate della globalizzazione, dell'innovazione tecnologica e della “crescente” finanziarizzazione ha contribuito in maniera sostanziale da un lato, la creazione di un mercato unico europeo per l'attività creditizia e per i servizi di investimento e, dall'altro, la conseguente necessità di armonizzazione dei differenti sistemi

normativi nazionali, al fine di promuovere una maggiore competitività e concorrenza in un contesto di sempre maggiore integrazione dei mercati finanziari.

Nella prima parte però, oltre alle particolari caratteristiche che hanno contraddistinto il consolidamento della legge bancaria del 1936, abbiamo anche richiamato l'incredibile longevità della legge, mettendo in evidenza come l'impianto originario abbia accompagnato lo sviluppo del "sistema creditizio attraverso la successiva e profonda trasformazione del paese mantenendone la stabilità" [Quirici, 2009, 80]. Alla base di tale continuità possiamo ritrovare proprio l'ampio potere discrezionale attribuito agli organi preposti alla gestione della normativa; ciò ha garantito al sistema creditizio una elevata duttilità che ha permesso l'adattamento ad una realtà economica in continua trasformazione. Il massiccio ricorso alla regolamentazione secondaria ha infatti assecondato i mutamenti del sistema produttivo senza tuttavia modificare la norma primaria. Per questo, nel concreto, nonostante il rispetto formale della regolamentazione, il funzionamento del sistema creditizio è stato nella realtà assai diverso da quello ipotizzato dal legislatore. Come abbiamo anticipato, grazie a quella che è stata definita "doppia intermediazione", alla "netta separazione" si sono nel tempo sostituite molteplici forme di collaborazione tra istituti, come ad esempio è accaduto fra aziende di credito ordinario e istituti di credito speciale. È stato così che, "alle soglie degli anni Novanta, la distinzione tra aziende di credito ordinario e istituti di credito speciale aveva perso gran parte della sua consistenza, così come molte delle ragioni che per oltre mezzo secolo ne avevano sostenuto la necessità. Il divario tra contesto normativo ed evoluzione operativa andava via via accentuandosi" [Quirici, 2009, 81]. Ciò ha reso evidente la necessità di un riassetto dell'intero impianto normativo e quindi di un intervento di rinnovamento anche delle norme primarie.

Si tratta, come abbiamo visto, di un processo che trova la sua origine nel tardivo recepimento della prima direttiva comunitaria del 1985. Il ritardo con il quale il nostro ordinamento ha fatto propria la nuova definizione di attività creditizia – divenuta adesso attività di impresa – diventa evidente se consideriamo che nello stesso periodo a livello comunitario prendeva forma una seconda direttiva che avrebbe aperto la strada all'integrazione creditizia. Accanto al principio del "mutuo riconoscimento" venivano infatti enunciati altri due principi fondamentali: il principio dell' "autorizzazione unica" e

quello della “vigilanza da parte del paese di origine”, che di fatto introducevano a livello comunitario il modello della banca universale.

Le principali tappe che, in un quadro europeo sempre più permeato da istanze concorrenziali, hanno condotto in porto il lungo processo di riforma sono state principalmente tre: nel 1990 la “Legge Amato–Carli”; nel 1992 la seconda Direttiva Comunitaria sugli enti creditizi e la successiva emanazione nel 1993 del Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (TUB).

La legge 218/1990, nota come “Legge Amato–Carli”, pur rimanendo nel solco della legge bancaria del 1936, ha cercato di cogliere alcuni possibili benefici derivanti dalle nuove istanze comunitarie. Riconoscendo la complessità dell’attività di intermediazione si è scelto da un lato, di promuovere l’ampliamento dell’offerta di servizi e prodotti e, dall’altro, pur in continuità con i principi di specializzazione temporale e di separatezza tra banca e impresa, attraverso il definitivo superamento dell’ordinamento pubblicistico – sancito dalla trasformazione degli enti creditizi pubblici in S.p.a. – e il riconoscimento del criterio della concorrenza tra attività bancarie con carattere imprenditoriale, si sono poste le basi per quel rinnovamento normativo che si sarebbe concretizzato pochi anni dopo.

Tuttavia, nonostante la legge Amato abbia promosso la trasformazione degli enti creditizi pubblici in “società per azioni operanti nel settore del credito”, almeno all’origine si è trattato soltanto di “una “privatizzazione formale”, dal momento che le partecipazioni bancarie sono state affidate a particolari enti dai quali è stata scorporata l’attività bancaria, conferita a società per azioni di cui, tuttavia, gli stessi enti conferenti possedevano inizialmente l’intero capitale” [Zoppini, 2011, 245].

Il passo successivo, con il riconoscimento nel 1992 della seconda Direttiva Comunitaria, ha condotto al definitivo superamento delle differenti specializzazioni sia per evitare uno svantaggio competitivo a danno dei nostri intermediari rispetto agli altri concorrenti europei sia per incrementare l’efficienza complessiva del sistema attraverso una maggiore concorrenza. Ciò ha inoltre consentito una “de–specializzazione operativa” che, allargando lo spettro delle “attività ammesse al beneficio del mutuo riconoscimento”, ha permesso l’ingresso sia in settori “non tradizionali” sia nel campo dell’intermediazione mobiliare, sancendo di fatto l’introduzione del modello della banca universale. Così, consentendo a ciascun ente di offrire l’intera gamma dei servizi ammessi al mutuo riconoscimento e

permettendo l'utilizzo della formula del gruppo polifunzionale, l'operatività e l'organizzazione dell'azienda sono risultate il frutto di libere scelte imprenditoriali.

Tale trasformazione ha trovato sistemazione organica nel successivo Testo Unico che, approvato nel 1993 ed entrato in vigore l'anno successivo, ha condotto a una riorganizzazione della produzione normativa che aveva visto la luce tra il 1936 e i primi anni Novanta. Attraverso il TUB è stata definitivamente abbandonata la logica della specializzazione, superando l'orientamento dirigista e amministrativo – più incline a considerare le banche come strumenti di politica economica piuttosto che imprese –, a favore del riconoscimento della disciplina di mercato, al venir meno della distinzione tra breve e lungo termine, così come del limite alla detenzione di partecipazioni in imprese industriali. Pertanto, nonostante le prime parziali dismissioni risalgano al 1998, l'uscita dello Stato dall'industria bancaria ha subito un'accelerazione a partire dal 1993, quando è stato avviato il piano di privatizzazione generale descritto nel primo paragrafo⁷⁹.

Come abbiamo ricordato, tra gli obiettivi delle privatizzazioni vi era infatti la volontà di sviluppare il mercato finanziario attraverso il coinvolgimento dei risparmiatori e la crescita degli investitori istituzionali. Nelle intenzioni del legislatore le privatizzazioni dovevano fungere da detonatore per il passaggio da un sistema finanziario bancocentrico a uno più orientato al mercato. Così, se questa impostazione, si è riflessa nel dibattito sugli assetti proprietari delle imprese privatizzate ed è stata accompagnata dalle riforme in materia di mercati finanziari, alla stessa maniera anche la creazione di un sistema bancario a controllo privato avrebbe dovuto rappresentare un motore per lo sviluppo del mercato finanziario e per tutta l'economia.

Al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia si è aggiunto nel 1997 quello sull'intermediazione finanziaria (TUF) che nei fatti ha sancito l'introduzione della banca come intermediario mobiliare. Si tratta di un passaggio chiave per quanto riguarda il rapporto tra la nuova regolazione dei mercati finanziari e delle società quotate e le strategie di *corporate governance* delle imprese; non è infatti un caso che gli “interventi in tema di

⁷⁹ A questo proposito è interessante notare come, nonostante la volontà di favorire la diffusione tra i piccoli risparmiatori dell'azionariato delle banche da dismettere, i risultati controversi della privatizzazione abbiano condotto alla selezione di un nucleo di azionisti di riferimento – possessori di una quota di controllo – affiancati da investitori istituzionali e dipendenti [Mulino, pp. 268-269].

diritto societario (come la riforma del 2003) abbiano trovato spazio all'interno di una più ampia riforma del diritto dei mercati finanziari; implicitamente si viene (quindi) a riconoscere il ruolo dei mercati finanziari nell'organizzazione delle imprese" [Barucci, paper, 11].

Analogamente a quanto fatto per il periodo precedente (1946–1990), anche in questo caso possiamo suddividere idealmente la trasformazione del settore bancario italiano dagli anni Novanta in tre fasi [Messori, 2012]. La prima, compresa tra il 1990 e il 1997, risente di quelle innovazioni normative già descritte che, riducendo le barriere all'ingresso e aumentando la concorrenza, hanno condotto alla crisi degli istituti più inefficienti. Molte aggregazioni hanno perciò assunto la forma di veri e propri salvataggi, con l'acquisizione da parte delle banche più robuste degli istituti in maggiore difficoltà, della quasi totalità delle banche del mezzogiorno e con la fusione fra banche regionali e locali.

La fase successiva, compresa tra il secondo semestre del 1997 e il 2002, è stata invece contrassegnata da processi di fusione e acquisizione che hanno coinvolto i maggiori gruppi italiani. Il risultato è stato la formazione di cinque banche di dimensione nazionale – oltre a BNL, Banca Intesa, Unicredito Italiano, San Paolo–Imi, Capitalia e MPS – e due grandi banche popolari – Banco Popolare di Verona e Novara e Antonveneta –. Nonostante ciò, i fattori di competitività sono nella sostanza rimasti gli stessi, con la persistenza di un orientamento legato al radicamento territoriale e alla specializzazione in attività *retail* e *corporate* di tipo tradizionale. La scelta di promuovere forme di risparmio amministrato piuttosto che gestito, ad esempio, può essere in buona parte riconducibile a precedenti situazioni di monopolio.

Entrambe le fasi hanno comunque determinato una forte discontinuità; da un lato, si è realizzata una più efficiente riorganizzazione del settore e, dall'altro, anche come riflesso del deterioramento del ciclo economico sulla redditività e solidità delle imprese affidate, si è arrivati alla sostanziale scomparsa del sistema bancario meridionale. Il forte peso acquisito nella proprietà delle banche del Mezzogiorno da operatori provenienti da altre regioni d'Italia, pur sollevando legittimi timori rispetto alla capacità di interpretare i reali bisogni delle imprese locali, ha comunque permesso di beneficiare del trasferimento di risorse patrimoniali e manageriali dalle banche del centro–nord, con effetti positivi

sull'efficienza e, di conseguenza, sullo sviluppo dell'economia locale [Panetta, 2004, pp. 227–228].

Concorrenza e concentrazione sono quindi andati di pari passo con i processi di privatizzazione. Se abbiamo già ricordato come le reali dinamiche concorrenziali siano fortemente mitigate all'interno di un mercato particolare come quello bancario, il fenomeno della concentrazione rappresenta un secondo elemento di differenziazione rispetto agli altri settori: “dagli anni Ottanta il nesso tradizionale, di statica comparata, ‘più concentrazione, meno concorrenza’ è soppiantato dall'altro, dinamico, ‘più concorrenza, più concentrazioni’” [Ciocca, 1999, 58]. In altre parole, una maggiore concentrazione non implica necessariamente una minore concorrenza; un contesto sempre più competitivo, infatti, può spingere gli operatori a concentrarsi proprio per sviluppare economie di scala nella gestione dei costi o per consentire riposizionamenti strategici sul mercato. Ciò contribuisce anche a spiegare perché, sebbene l'impegno profuso nel sostegno alla deregolamentazione e all'armonizzazione del settore bancario nell'Ue abbia prodotto un notevole incremento delle attività di fusione e acquisizione tra gli istituti di credito, i mercati bancari rimangono ancora ampiamente differenziati [Mulino, pp. 271–281].

Dal nostro punto di vista, e in virtù di quanto scritto rispetto alle capacità performative e di “indirizzo” delle teorie economiche, è interessante comprendere quali siano state le origini che hanno portato alla diffusione dell'idea che, se opportunatamente disciplinata, la regolazione per mezzo del mercato può estendersi anche alle attività finanziarie, garantendo simultaneamente stabilità ed efficiente allocazione delle risorse finanziarie. Tale impostazione trova origine nella teoria dell'equilibrio economico generale, in base alla quale se i mercati finanziari, anche attraverso il ricorso a forme di “ingegneria finanziaria”, sono completi – ovvero se ci sono tanti mercati quante sono le fonti di rischio – e non vi sono limiti all'attività degli operatori, il mercato è in grado di allocare i rischi in maniera ottimale – efficienza allocativa – e i prezzi sono in grado di rispecchiare sia i rischi che influenzano i rendimenti dei titoli – i c.d. fondamentali – che le preferenze e l'informazione privata degli individui⁸⁰ – efficienza informativa – [Barucci, 2012]. L'enfasi sull'idea che la progressiva integrazione dei mercati a livello europeo avrebbe

⁸⁰ Il limite di tale prospettiva, che diverrà evidente con la recente crisi finanziaria, deriva dal fatto che affidare ai mercati, attraverso l'individuazione del prezzo “corretto”, la condivisione dei rischi tra i diversi soggetti, poneva in secondo piano il problema della stabilità.

contribuito a migliorarne la “completezza” consente di introdurre la terza fase – 2005-2007 –.

Tra la fine del 2005 e il 2007, infatti, con la conclusione del governatorato di Fazio (1993–2005) il settore bancario italiano si inserisce all’interno dei processi europei di aggregazioni transfrontaliere – come nel caso dell’olandese ABN AMRO e delle francesi BNP e Crédit Agricole – e vede l’aggregazione dei quattro principali gruppi italiani con la creazione di Intesa Sanpaolo e di Unicredit, cui si associa l’espansione delle banche popolari con la costituzione del Banco Popolare Italiano e della Unione di Banche Italiane. Diverso è stato infine il caso dei gruppi bancari e delle banche di piccole o medie dimensioni – originariamente casse di risparmio o con struttura proprietaria di tipo cooperativo – che nel tempo sono riuscite ad accrescere le loro quote di mercato, realizzando una significativa espansione nel Mezzogiorno [Messori, 2012, pp. 149–151].

In estrema sintesi, il mercato finanziario italiano continua a mantenere evidenti specificità. La lenta trasformazione descritta nelle pagine precedenti ha infatti modellato un settore bancario posto in una posizione di sostanziale monopolio nell’intermediazione della ricchezza di famiglie e imprese. Da un lato, la permanenza di un capitalismo di tipo “familiare” si associa alla scarsa propensione degli investitori italiani a detenere azioni e obbligazioni *corporate*. Parliamo inoltre di soggetti che, oltretutto, a partire dagli anni Ottanta pur avendo ridotto sensibilmente la quota di titoli pubblici nei loro portafogli finanziari non hanno incrementato in maniera analoga a quanto avvenuto a livello europeo le quote di fondi comuni, acquisti di polizze assicurative o versamenti a fondi pensione. Dall’altro, i portafogli delle famiglie presentano una forte esposizione nei confronti dei titoli obbligazionari bancari⁸¹ mentre sia le grandi che le piccole imprese, anche in virtù del numero circoscritto di aziende quotate, mostrano una forte dipendenza dai prestiti bancari con un uso molto selettivo degli strumenti più sofisticati come il *private equity*. Il risultato è stato che il settore bancario italiano, proprio a causa della specializzazione nelle attività *retail* e in quelle di *corporate* tradizionale, ha dovuto finanziare il divario strutturale –

⁸¹ Abbiamo descritto come il meccanismo che ha condotto alla crescita del risparmio gestito abbia prodotto accrescimento dei ricavi bancari provenienti da quella che abbiamo definito “funzione dei servizi”. Il passo successivo è avvenuto all’inizio degli anni Duemila, quando “il *funding gap* ha posto vincoli stringenti (e) i canali distributivi bancari hanno spinto per la sostituzione dei prodotti di risparmio gestito con le obbligazioni bancarie” [Messori, 2012, 162].

funding gap – tra l’ammontare degli impieghi tradizionali – prestiti – e la raccolta – depositi – attraverso l’indebitamento nel mercato interbancario e la collocazione di obbligazioni sia su mercati internazionali che, soprattutto, nazionali. Inoltre, l’aver fondato buona parte della loro redditività sui crediti alle imprese e sull’amministrazione della ricchezza delle famiglie ha ridimensionato la capacità delle banche italiane di ridurre la dimensione degli attivi – *deleveraging* – e ciò, assieme al divario strutturale, le ha rese particolarmente vulnerabili alla crisi “reale” e alle oscillazioni di mercato dei titoli di debito sovrano, con conseguenti problemi di liquidità nel mercato interbancario [Messori, 2012, pp. 146–147].

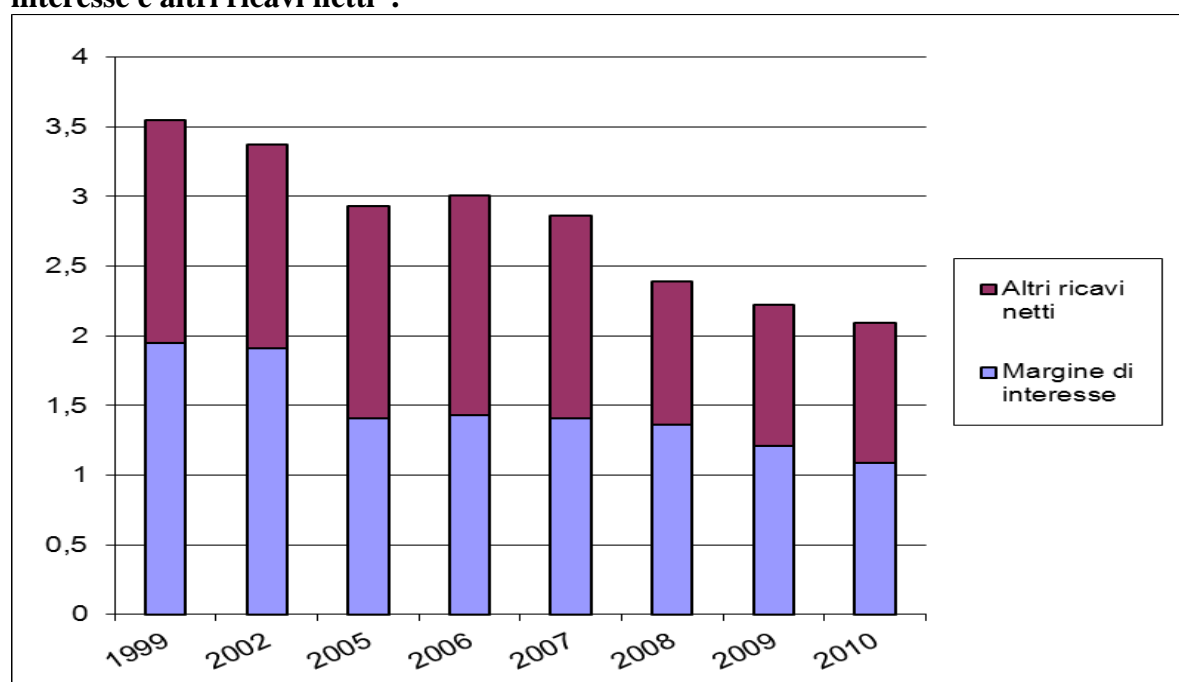
La rappresentazione proposta da Messori trova conferma nelle analisi di Barucci che, pur mettendo in evidenza come i processi di privatizzazione e liberalizzazione abbiano condotto a significativi cambiamenti nell’attività dell’intero mondo dell’intermediazione creditizia, sottolinea come “le banche abbiano espanso l’attività creditizia tradizionale che ha portato a una progressiva crescita dell’indebitamento delle famiglie, e in particolare delle aziende. Nel caso delle aziende, questo è andato a discapito del capitale di rischio”. Il ricorso al debito può quindi aver indotto comportamenti conservativi che sono andati a discapito delle attività più innovative e rischiose. Inoltre, “la sottocapitalizzazione e la dipendenza dal credito bancario sono anche all’origine della magnitudo della crisi dell’economia reale che ha fatto seguito alla crisi finanziaria: i problemi di capitalizzazione degli intermediari hanno portato a un rallentamento nell’erogazione del credito che ha indebolito il settore produttivo in misura significativa” [Barucci, 2012, paper, 31–32]. In secondo luogo, il richiamo al contributo di Barucci è utile non soltanto perché consente di gettare una luce su ciò che è avvenuto nel conto economico e nello stato patrimoniale degli intermediari italiani nell’ultimo decennio ma anche perché la metodologia utilizzata tornerà utile nel prossimo capitolo quando svilupperemo la parte empirica. La ricerca, inoltre, mette in evidenza due elementi che possono essere interpretati con il concetto di “efficienza adattiva” [Giordano, 2007]. Il primo ha a che fare con le dinamiche dei prestiti mentre il secondo chiama in causa le scelte di indebitamento delle imprese⁸². A questo proposito, non è tuttavia del tutto appropriato comparare tassi tra paesi diversi, senza

⁸² In Italia, infatti, tra il 2003 e il 2010 i tassi dei prestiti per le imprese sono risultati allineati a quelli dell’area euro mentre sembrano essere meno chiari gli effetti delle liberalizzazioni dei mercati e dell’attività degli intermediari sul fronte dei risparmiatori.

tenere conto della rischiosità degli affidati. Considerando questi limiti, infatti, le analisi mostrerebbero condizioni di “favore” per le imprese italiane. I risultati suggeriscono quindi che le banche italiane, godendo di condizioni vantaggiose dal lato della raccolta e imponendo costi dei servizi più elevati, hanno potuto praticare condizioni di tasso non sfavorevoli per le imprese.

Una seconda conferma delle dinamiche prima tracciate può essere individuata ricorrendo alle analisi del conto economico e dello stato patrimoniale delle banche italiane. In estrema sintesi, per quanto riguarda il conto economico possiamo osservare una riduzione del margine di interesse, quasi dimezzato tra il 1999 e il 2010, e la crescita della voce “altri ricavi” (Fig. 3).

Graf. 10 – Sistema bancario italiano, indicatori di conto economico: margine di interesse e altri ricavi netti*.



* in percentuale dei fondi intermediati

Fonte: elaborazione dell'autore su dati Barucci [2012]

Tra le cause della riduzione del margine di interesse vengono individuate da un lato, la crescita della concorrenza nel mercato del credito e, dall'altro, il periodo di bassi tassi di interesse che ha ridimensionato la remunerazione dell'attività di intermediazione creditizia. Quanto al secondo punto, la crescita della voce “altri ricavi” viene interpretata come una

strategia messa in atto dalle banche per cercare, davanti alla diminuzione della redditività dell'attività tradizionale, fonti alternative di reddito – come ad esempio è avvenuto nel caso già citato della gestione del risparmio dei clienti –. Di conseguenza, anche il margine di intermediazione, che rappresenta la somma delle voci prima citate, è diminuito nel corso del tempo.

Se dal conto economico spostiamo l'attenzione allo stato patrimoniale è possibile comprendere l'evoluzione del sistema nel nuovo millennio. Dal lato dell'attivo, la centralità dell'attività creditizia tradizionale viene segnalata dal peso dei prestiti, passati dal 64% del 1999 al 68% nel 2010. L'incremento dell'attività creditizia tradizionale, confermato dal limitato ruolo dei titoli nei bilanci bancari, può essere in buona parte ricondotto alla crescita dell'indebitamento delle aziende, avvenuto a discapito del capitale di rischio. Così, se associamo questa tendenza alla scarsa crescita registrata dall'economia italiana nello stesso periodo possiamo ipotizzare, che “il ricorso al debito può aver indotto a non intraprendere attività innovative/rischiose incentivando piuttosto comportamenti di mercato più conservativi” [Barucci, 2012, 32]. Una strategia di “efficienza adattiva”, appunto.

In conclusione, le banche italiane, sfruttando solo in parte le opportunità offerte dalla nuova regolazione, hanno ampliato la loro attività tradizionale con almeno due conseguenze negative per l'economia italiana. Da un lato, il ruolo degli intermediari nello sviluppo dei mercati finanziari è stato contenuto e, dall'altro, la crescita delle imprese attraverso il credito bancario non ha fornito adeguati incentivi per la crescita.

A ben guardare, si tratta di un fenomeno che abbiamo già commentato nel primo paragrafo, quando abbiamo messo in evidenza come l'analisi empirica in merito alle partecipazioni azionarie detenute dalla banche – che ha rappresentato una delle innovazioni più rilevanti introdotte dal TUB – non sia stata guidata da una logica virtuosa. L'obiettivo, infatti, non è stato quello di ridimensionare le asimmetrie informative – come avviene nel sistema bancario tedesco – o perseguire strategie di investimento, ma si sono inquisite ragioni contingenti connesse al conflitto di interessi tra banca creditrice e azionisti [Barucci e Mattesini, 2007].

Le peculiarità del sistema italiano vengono infine confermate dalle analisi del passivo che mettono in evidenza come, nonostante le condizioni di tasso sfavorevoli, la crescita della

raccolta tramite depositi e obbligazioni bancarie sia stata soprattutto destinata al segmento *retail* piuttosto che a investitori istituzionali.

5. Le ragioni sociali della trasformazione

5.1. Il contesto istituzionale italiano

Nel primo capitolo abbiamo ricostruito il dibattito sulla varietà dei capitalismi descrivendo le caratteristiche istituzionali delle EMC e delle EML. Tale distinzione è stata successivamente messa in discussione dalle trasformazioni legate al processo di globalizzazione. Lungo questa prospettiva, dopo aver introdotto alcuni strumenti teorici, utili per interpretare l'evoluzione dei modelli come un processo socialmente costruito, abbiamo concentrato l'attenzione su due dimensioni rilevanti, spesso lasciate in secondo piano dalla letteratura sociologica: la *corporate governance* e le caratteristiche del sistema bancario e finanziario.

In quest'ottica, la ricostruzione del dibattito teorico proposta nel secondo capitolo ha cercato di tenere assieme la dimensione economica con quella sociologica. In particolare, i contributi di Fligstein [2001] e di Dobbin e Zorn [2005], hanno messo in evidenza come, nonostante il dibattito sulla varietà dei capitalismi abbia spesso preso in considerazione altre dimensioni – come il mercato del lavoro e le relazioni industriali o il sistema di welfare –, negli Stati Uniti esista una consolidata letteratura sulle trasformazioni a livello di impresa e sulle influenze esercitate dai mercati finanziari.

Tuttavia, trattandosi di dimensioni analiticamente distinte ma strettamente collegate, un lettura settoriale risulterebbe incompleta. È in questa prospettiva che abbiamo deciso di problematizzare lo schema interpretativo sviluppato da Dore e presentato nel terzo capitolo. Così, illustrando le caratteristiche e i limiti di tale approccio, abbiamo cercato di verificare la tendenza verso la convergenza lungo due dimensioni: appurando, dal lato delle imprese, la reale portata dell'affermazione del modello dello *shareholder value* e verificando, dal lato delle banche, l'evoluzione e l'intensità del processo di finanziarizzazione e di intermediazione degli attivi.

Diversamente da quanto ipotizzato da Dore non sembra tuttavia esistere un processo lineare di convergenza, per questo, a livello macro, possiamo continuare a parlare di equilibri multipli per quanto concerne sia la gestione delle imprese sia le strategie delle principali banche osservate.

Le ragioni di tali differenze devono essere ricercate nelle caratteristiche storiche dei contesti istituzionali. A questo proposito, nel quarto capitolo abbiamo ricostruito l'evoluzione del sistema bancario e finanziario italiano, mettendo in evidenza le fasi di trasformazione e gli elementi di continuità con gli assetti precedenti. La ricostruzione storica consente infatti di individuare quegli elementi che spiegano le performance italiana a livello macro. Si tratta, in particolare, della presenza di un sistema bancario forte nelle attività tradizionali ma non in quelle innovative, in un contesto che registra la debolezza degli investitori istituzionali e della borsa.

Giunti a questo punto il secondo quesito da verificare è legato alle tendenze riscontrate a livello micro. Ci siamo quindi domandati se, all'interno del medesimo contesto istituzionale, le principali banche del paese abbiano adottato le stesse strategie e su quali basi abbiamo preso le loro decisioni. Naturalmente si tratta di un'analisi esplorativa, che non può esaurire né la complessità del sistema bancario italiano né le sue interdipendenze ma che tuttavia può essere utile per fornire una rappresentazione dell'azione economica come socialmente costruita.

Analogamente a quanto fatto nel terzo paragrafo, nella prima parte ci concentreremo su indicatori di bilancio mentre nella seconda, attraverso una serie di interviste a testimoni privilegiati, cercheremo di ricostruire l'influenza della variabili sociali sulle decisioni. Dal punto di vista operativo, quindi, l'obiettivo è quello di verificare sia il ruolo delle variabili culturali e la presenza di processi isomorfici sia l'influenza delle reti di relazioni nelle decisioni strategiche. In linea con i contributi più recenti del filone della nuova sociologia economica cercheremo quindi di analizzare in maniera congiunta le influenze della dimensione culturale – sulla quale focalizza l'attenzione il neoinstituzionalismo sociologico – assieme al ruolo delle reti sociali – sulle quali si concentrano i contributi degli strutturalisti – e della dimensione politica.

5.2. Il processo di de intermediazione nei bilanci delle principali banche italiane

In maniera analoga a quanto fatto a livello macro, per descrivere l'evoluzione e la dimensione del processo di de intermediazione, ricorreremo a dati di bilancio, seppur disaggregati a livello di singola banca. I tre istituti presi in esame sono Unicredit, Intesa Sanpaolo e Monte dei Paschi di Siena che insieme possono essere considerate le principali banche italiane⁸³. Il periodo di riferimento è lo stesso delle analisi precedenti. Come abbiamo visto nel quarto capitolo, sarà infatti a partire dall'emanazione del TUF nel 1997 che verrà sancito il riconoscimento della banca come intermediario mobiliare. Per quanto concerne le variabili indagate metteremo in evidenza l'andamento degli attivi, del margine di intermediazione nonché l'evoluzione della componente finanziaria e del *leverage*.

In linea con quanto emerso nelle analisi precedenti ci attendiamo di trovare un quadro che presenti da un lato, una riduzione contenuta delle attività tradizionali e, dall'altro, un consolidamento degli attivi di bilancio, riconducibile ai processi di fusioni e acquisizioni che hanno contraddistinto l'ultimo decennio.

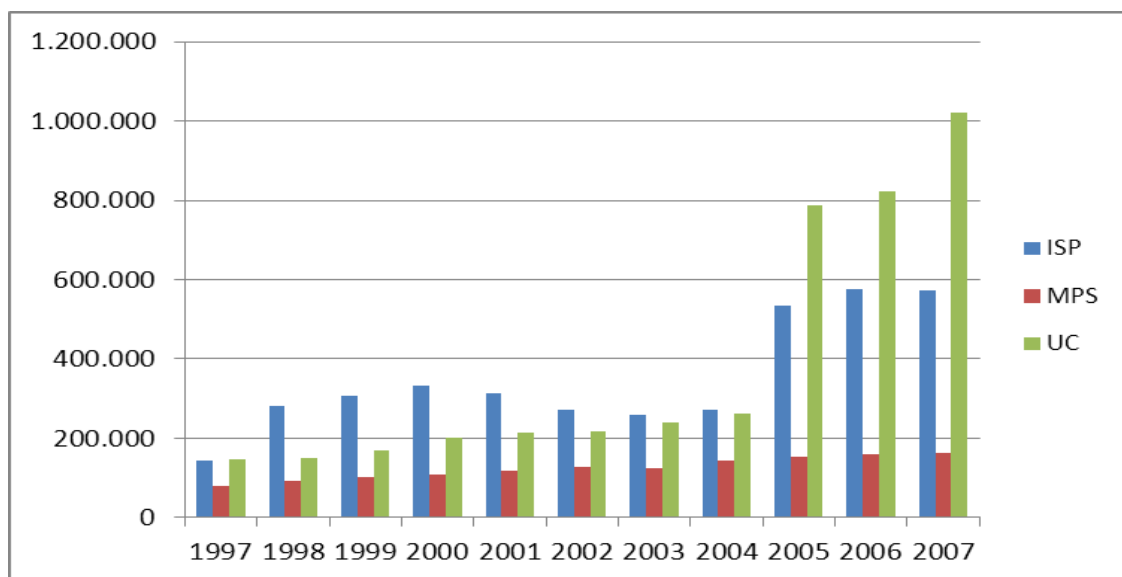
Infine, pur prevedendo una crescita degli attivi di natura finanziaria – analogamente a quanto osservato a livello aggregato nel terzo capitolo –, proprio in virtù degli elementi richiamati a proposito delle caratteristiche del sistema economico italiano e in ragione di una trasformazione che si è inserita nel solco di decenni di evoluzioni contraddistinte da forme di “efficienza adattiva”, ipotizziamo un livello di finanziarizzazione differente tra i tre istituti. In questo senso, da un lato il ruolo delle fondazioni e, dall'altro, il differente radicamento socio-economico potrebbero aver influenzato le scelte del management rispetto alle strategie da adottare.

La prima dimensione presa in esame è il totale dell'attivo (Graf. 11). Nel decennio 1997–2007 tutti e tre gli istituti, sulla scorta delle fusioni e delle acquisizioni realizzate – anche a livello europeo –, hanno fatto registrare un incremento consistente dei loro bilanci, seppur con livelli talvolta molto distanti. Così, se a partire dal 2005 la crescita

⁸³ Nei rapporti di Mediobanca per l'Italia, ad esempio, gli istituti presi in esame sono due: Unicredit e Intesa San Paolo.

di Unicredit è stata particolarmente consistente, Mps registra invece una tendenza sostanzialmente stabile nel tempo mentre il consolidamento dell'attivo di Intesa SanPaolo evidenzia un trend meno lineare e più contenuto.

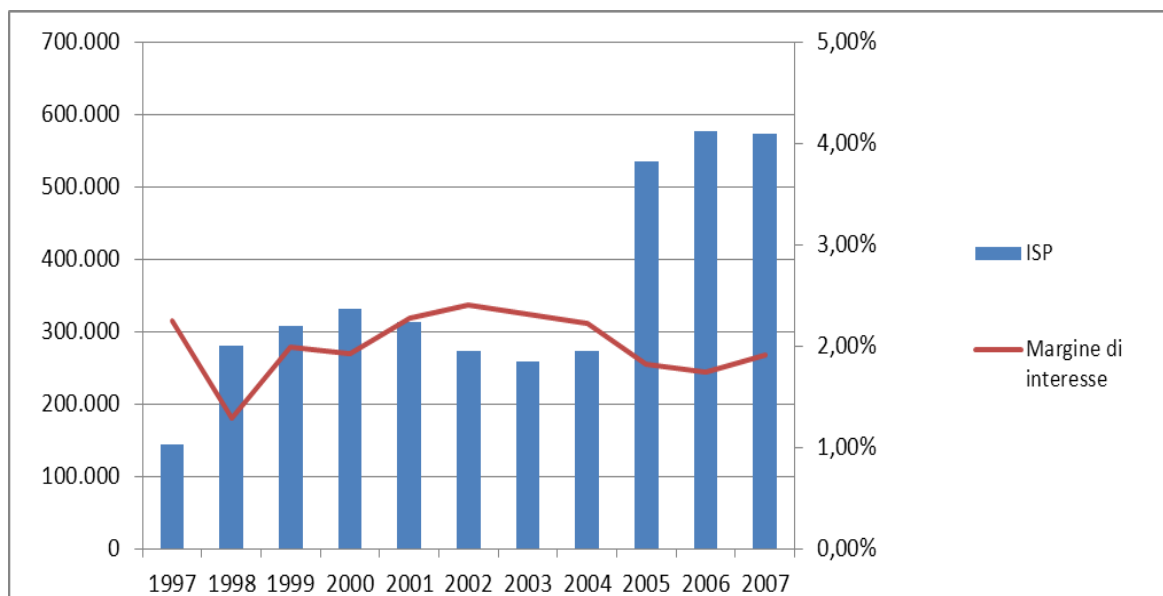
**Graf. 11 – Intesa San Paolo, Monte dei Paschi e Unicredit, evoluzione degli attivi.
Anni 1997-2007**



Fonte: elaborazioni dell'autore su dati Pierobon [2009]

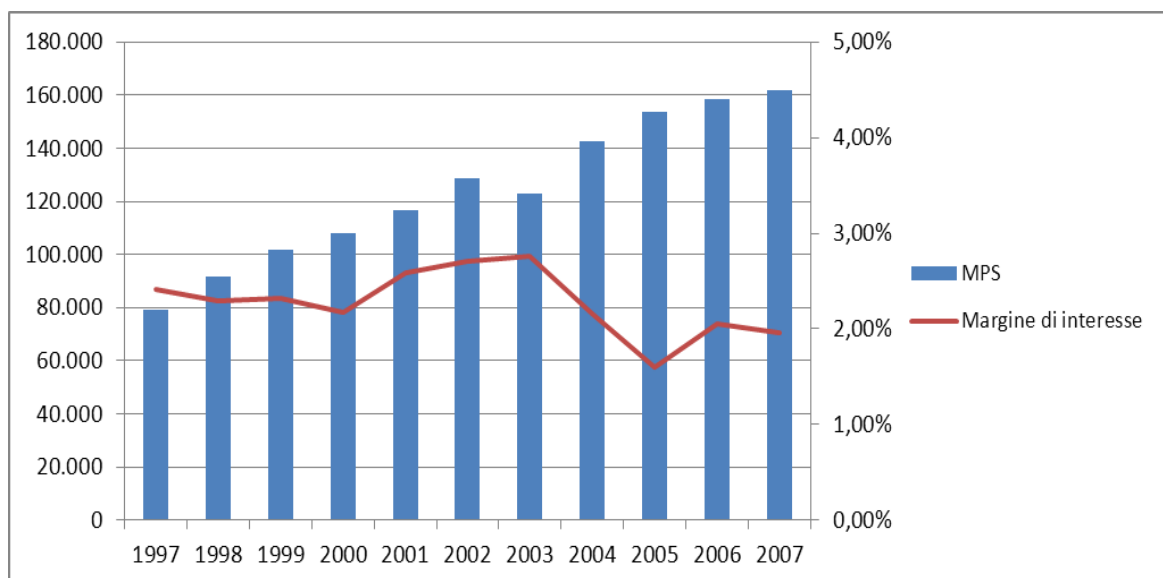
Differenze meno marcate emergono guardando l'evoluzione del margine di interesse, mentre si registra uno scarto maggiore se ne osserviamo l'andamento nel tempo. Così, mentre Mps e Intesa Sanpaolo presentano un trend sostanzialmente simile (Graf. 12 e 13), la diminuzione dei margini derivanti dell'attività bancaria tradizionale è invece molto più marcata nel caso di Unicredit. A questo proposito è inoltre interessante notare come alla consistente riduzione del margine di interesse corrisponda una forte crescita del totale attivo (Graf. 14).

Graf. 12 – Intesa San Paolo, evoluzione dell'attivo e del margine di interesse. Anni 1997-2007



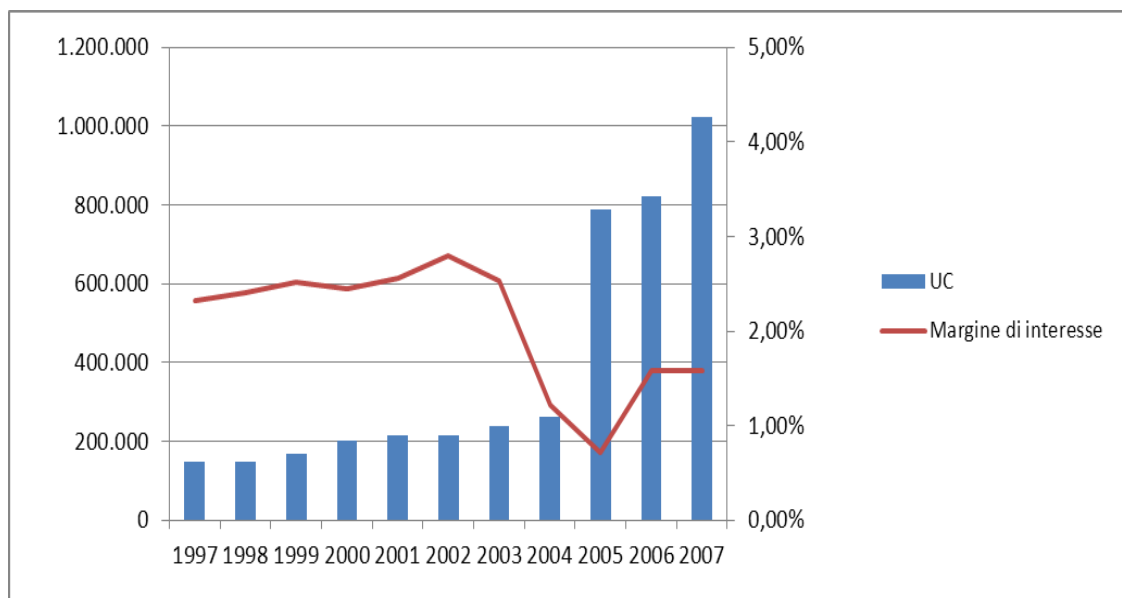
Fonte: elaborazioni dell'autore su dati Pierobon [2009]

Graf. 13 – Monte dei Paschi, evoluzione dell'attivo e del margine di interesse. Anni 1997-2007



Fonte: elaborazioni dell'autore su dati Pierobon [2009]

Graf. 14 – Unicredit, evoluzione dell'attivo e del margine di interesse. Anni 1997-2007



Fonte: elaborazioni dell'autore su dati Pierobon [2009]

Se scendiamo nel dettaglio (Tab. 5), l'analisi mostra come i titoli di debito sovrano, così come le partecipazioni azionarie, rappresentino una componente residuale dell'attivo. Si tratta di un dato coerente con quanto discusso a proposito dell'evoluzione degli assetti proprietari delle imprese italiane. Come abbiamo osservato, infatti, il processo di privatizzazioni non ha condotto alla creazione di nuclei stabili attraverso il coinvolgimento attivo delle banche. Viceversa, se spostiamo l'attenzione sul livello complessivo di "finanziarizzazione", il combinato di titoli finanziari e crediti ad altre istituzioni finanziarie raggiunge nel 2007 il 27% per Mps, il 31% per Intesa e il 34% per Unicredit.

Tab. 5 – Intesa San Paolo, Monte dei Paschi e Unicredit, composizione dell'attivo al dicembre 2007

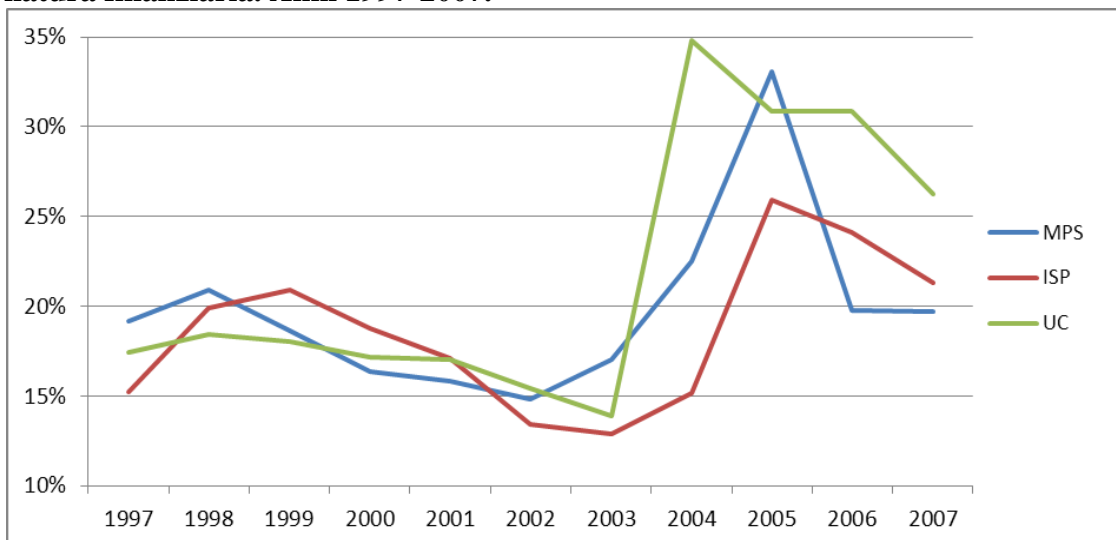
		Crediti alla clientela	crediti a banche	titoli di debito sovrano	derivati	altri titoli	partecipazioni azionarie	totale titoli finanziari	totale attivo
2005	ISP	54%	12%	n.c.	0%	25%	1%	26%	534.379
	MPS	54%	6%	9%	5%	17%	2%	33%	153.767
	UC	54%	10%	n.c.	22%	8%	0%	31%	787.284
2006	ISP	57%	11%	n.c.	0%	23%	0%	24%	576.784
	MPS	58%	7%	2%	4%	13%	1%	20%	158.556
	UC	54%	9%	5%	7%	17%	2%	31%	823.284
2007	ISP	59%	10%	7%	4%	7%	3%	21%	572.902
	MPS	66%	7%	2%	3%	13%	1%	20%	161.984
	UC	56%	8%	3%	6%	15%	1%	26%	1.021.758

Fonte: Pierobon [2009]

A questo proposito, possiamo osservare come la progressiva finanziarizzazione degli attivi presenti un andamento simile seppur con un livello di intensità differente. Così, se nel il periodo compreso tra il 1997 e il 2003 la percentuale di *securities* è sostanzialmente la stessa – oscillando tra il 15 e il 20% – a partire dal 2003⁸⁴, in concomitanza con la crescita della capitalizzazione del mercato azionario (Graf. 9), Unicredit registra un ampliamento consistente del comparto finanziario a cui fanno seguito l'anno successivo incrementi analoghi degli altri due istituti – più contenuti per Intesa e più intensi per Mps – (Graf. 15).

⁸⁴ Come è possibile notare dal grafico 15, tra il 2003 e il 2004 si registra una forte crescita degli attivi di natura finanziaria. A questo proposito, oltre alle dimensioni prima richiamate – privatizzazioni e trasformazioni nella *corporate governance*, crescita dei mercati finanziari, processi di aggregazione – un ruolo rilevante potrebbe essere stato occupato dall'entrata in vigore principi contabili IAS che hanno modificato in particolare il trattamento dei derivati. Per una descrizione sulle caratteristiche della nuova regolazione si veda [Rossi, 2009].

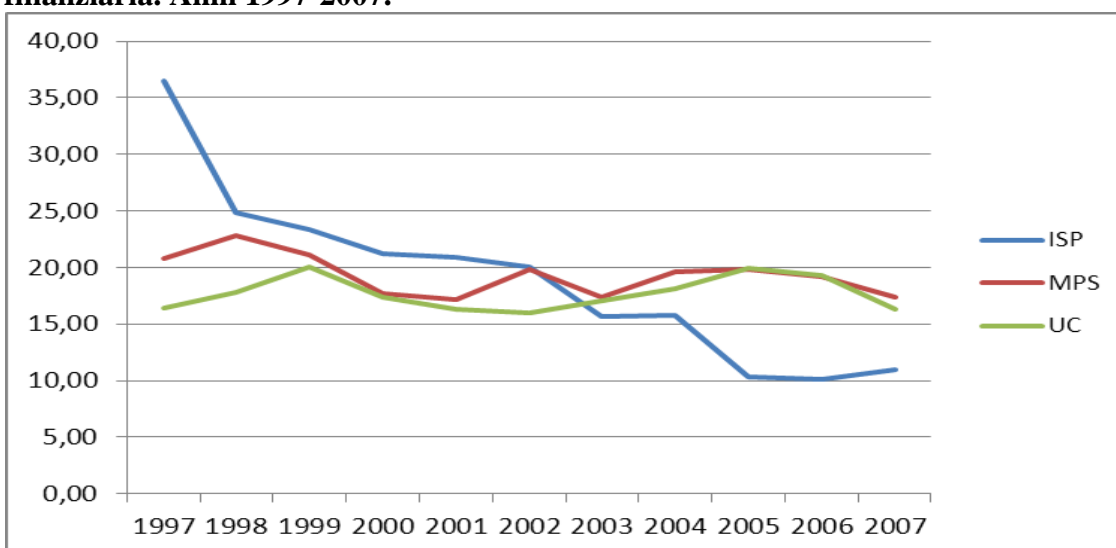
Graf. 15 - Intesa San Paolo, Monte dei Paschi e Unicredit, evoluzione degli attivi di natura finanziaria. Anni 1997-2007.



Fonte: elaborazioni dell'autore su dati Pierobon [2009]

L'ultima dimensione presa in esame è quella legata alla leva finanziaria. In questo caso, però, diversamente dalle altre variabili indagate, sia l'andamento del fenomeno che la sua intensità, registrano valori piuttosto simili, con soltanto il MPS che presenta negli ultimi anni una leva più contenuta (Graf. 16).

Graf. 16 - Intesa San Paolo, Monte dei Paschi e Unicredit, evoluzione della leva finanziaria. Anni 1997-2007.



Fonte: elaborazioni dell'autore su dati Pierobon [2009]

Nell'approccio della varietà dei capitalismi la competitività delle imprese – e in particolare il livello di innovatività – era strettamente connesso con le caratteristiche del contesto istituzionale. In questa prospettiva, erano le dinamiche a livello micro che, una volta aggregate, davano i risultati a livello macro.

La nostra analisi riparte da quel filone di studi ma ne cambia la prospettiva. In questo caso, infatti, abbiamo visto come le trasformazioni a livello europeo abbiano influenzato il contesto istituzionale italiano. Tuttavia, nonostante la presenza di un ambiente istituzionale che avrebbe dovuto rafforzare il modello anglosassone – sia per quanto concerne i modelli di *corporate governance* si rispetto alle differenti strategie bancarie –, le performance delle differenti banche risultano differenti. Da questo punto di vista, l'evoluzione degli assetti proprietari e delle strategie adottate dai differenti intermediari, sembrano riflettere le caratteristiche storiche del contesto.

La nostra non vuole tuttavia essere un'analisi esaustiva dei bilanci e delle performance degli istituti di credito ma si pone piuttosto come un contributo prevalentemente "esplorativo". I dati presentati, che riprendono la metodologia utilizzata da Pierobon [2009], rappresentano infatti una *proxy* di un fenomeno più complesso. Per questa ragione le domande di ricerca non erano legate al processo di finanziarizzazione dell'economia quanto piuttosto alla verifica dell'ipotesi della convergenza a partire dalle riflessioni di Dore. Lungo questa prospettiva abbiamo cercato di dimostrare come a livello macro il processo di omologazione non sia nei fatti così scontato mentre si osserva la presenza di equilibri multipli riconducibili alla *path dependence*. Si tratta di tendenze che, oltretutto, sembrano fortemente ridimensionate a partire dalla crisi economica. Successivamente abbiamo cercato di illustrare come, nonostante gli obiettivi del legislatore, le trasformazioni intervenute nel contesto italiano possano contribuire a spiegare sia gli elementi di continuità che quelli di discontinuità nelle strategie dei principali gruppi bancari. Gli intermediari presi in esame, infatti, presentano alcune diversità sia per quanto riguarda la dimensione dei bilanci sia nei confronti del livello di finanziarizzazione degli attivi, mentre più simile risulta il ricorso alla leva finanziaria. Per spiegare tali differenze nel prossimo paragrafo ricorremo a tecniche di analisi di tipo qualitativo, al fine di evidenziare da un lato, la presenza di processi isomorfici – sia di tipo mimetico che normativo – e, dall'altro, il ruolo della

dimensione relazionale nelle scelte organizzative. L'ultima dimensione indagata, infine, cercherà di ricostruire il ruolo giocato dalla teoria economica nel favorire il processo di finanziarizzazione.

5.3. La costruzione sociale della finanziarizzazione

Il primo punto preso in esame nelle interviste era legato alla ricostruzione dei fattori di contesto che contraddistinguono il sistema bancario e finanziario italiano. Nei capitoli precedenti abbiamo visto come il modello italiano sia caratterizzato dalla presenza di un sistema bancario forte nelle attività retail ma debole nei servizi di gestione finanziaria e di *investment banking*, in un contesto che, anche a causa del ritardo nello sviluppo dei fondi pensione, registra oltretutto la carenza di investitori istituzionali, il mancato consolidamento dei corporate bond e la fragilità dell'offerta di venture capital. Nonostante ciò, l'adeguamento normativo alle direttive europee ha comunque fatto registrare la crescita delle attività finanziarie, del mercato azionario e obbligazionario, una riduzione consistente del grado di concentrazione unito a una drastica diminuzione delle quote detenute dallo stato. Tuttavia, avendo sottovalutato le peculiarità dell'organizzazione e degli assetti proprietari delle imprese italiane, il nuovo quadro regolativo non ha prodotto miglioramenti equivalenti né in termini di *corporate governance* né per quanto concerne il coinvolgimento delle banche nella creazione di nuclei stabili a garanzia della stabilità degli assetti proprietari. Insomma, quello italiano si conferma un sistema ibrido, né bank based né marked oriented.

Tali distorsioni diventano evidenti nel caso delle fondazioni di origine bancaria e, in particolare, nella governance del Monte dei Paschi di Siena. Se torneremo sul ruolo occupato dalla dimensione politica nelle prossime pagine – con un paragrafo dedicato esclusivamente all'esperienza del MPS –, conviene anzitutto mettere in evidenza come:

“Questo è un caso che non puoi trattare come tutti gli altri casi. Un caso che diventa emblematico di come sia stato eluso lo spirito originario della riforma Amato e che ti spiega perché di fatto non sei mai riuscito a uscire da questa logica di banca che è una grande

municipalizzata del gas [...]. Il problema dell'MPS è che è [...] cresciuta a livello di banca nazionale, ma gestita con la logica di una cassa rurale artigiana. Una delle battute che girava (era che) [...]: il MPS è una banca nazionale gestita come la cassa di risparmio di un piccolo paese.”. (Intervista 1)

Allo stesso tempo avevamo anche sottolineato come, tra gli effetti perversi generati dal modello di regolazione vigente fino agli anni Novanta, vi fosse una certa sfiducia nei confronti del liberalismo economico che si univa all'idea che fosse possibile raggiungere una maggiore efficienza nell'allocazione delle risorse per mezzo del controllo amministrativo piuttosto che attraverso la competizione, in un contesto dove oltretutto, la pressione contenuta di strumenti alternativi ai titoli di stato, favoriva la raccolta.

“Se vogliamo guardare il sistema bancario italiano in maniera fredda devo dire che secondo me c'è stata una sorta di implicito patto [...] le banche italiane hanno sempre fatto molti soldi con la raccolta, con le famiglie principalmente, e hanno fatto meno soldi con gli impieghi. Quindi implicitamente hanno trasferito soldi dalle famiglie alle imprese che a quel punto hanno potuto investire di più”. (Intervista 2)

Ciò chiama quindi in causa il rapporto tra banche e imprese. Infatti, un sistema bancario basato sull'autonomia decisionale e sulla concorrenza sarebbe stato inadeguato a sostenere la nascente piccola e media impresa. Ciò ha ridimensionato, anche grazie al ruolo dello stato come garante, la crescita di un efficiente mercato del rischio a vantaggio di una cultura di erogazione del credito che nei fatti ha ritardato il passaggio a una forma più matura di capitalismo.

“Le banche facevano tanti soldi dal lato della raccolta diretta dei depositi. Questo ha generato culturalmente e professionalmente una disattenzione [...] nella capacità di dare denaro. Succedeva quindi che venivano prestati soldi a imprese senza criteri di rating adeguati, senza chiedere soldi in funzione del rischio. [...] C'era una gestione del sistema bancario in cui si trasferivano implicitamente soldi dalle famiglie alle imprese, (che si erano così) abituate a non dover rispondere o, se vuoi, ad avere denaro non prezzato adeguatamente, e quindi a un costo relativamente basso, e loro non lo sapevano. [...] Perché andare sui mercati quando (le banche) prestano i soldi a meno? Poi tutti i documenti da presentare, far vedere i propri conti. Sai, soprattutto le Pmi, non sono molto a favore della apertura della trasparenza. Anche

culturalmente, non perché abbiano necessariamente qualcosa da nascondere, ma proprio culturalmente è un problema. [...] Le banche italiane sono partite da una gestione semplice, figlia della struttura industriale italiana e coerente con questa, e il sistema economico faceva sì che si facessero margini estremamente elevati dal lato della raccolta e che quindi non fosse centrale prezzare adeguatamente il prestito. Questo ha reso interessante per le aziende bancarie prestare più soldi di quanti ne raccogliessero e ciò ha implicato che si facessero soldi con le famiglie. Con le imprese potevo fare soldi o no, ma in fondo ne facevo talmente tanti con le famiglie”. (Intervista 2).

“L'impressione che ho io è che ci siamo rivolti a un mondo che aveva esigenze finanziarie relativamente poco sofisticate. Un territorio con una cultura imprenditoriale elevata e diffusa ma con una cultura finanziaria e con esigenze finanziarie molto modeste”. (Intervista 1)

Per questo parliamo di “efficienza adattiva” e ciò si ripercuote inevitabilmente sulle caratteristiche “cultura azionaria”. A questo proposito, abbiamo ricordato come nell’impianto analitico proposto da Dore [2001], la promozione del miglioramento dell’educazione finanziaria – anche in virtù del fatto che una quota sempre maggiore di reddito risulta accumulata da coloro che operano nel settore finanziario –, viene indicata come una priorità nelle strategie dei governi, con conseguenze rilevanti sul processo di trasformazione dei modelli di capitalismo.

“C’è un altro fenomeno che ha influenzato l’approccio delle banche italiane ed è legato alla storia finanziaria di questo paese. Abbiamo iniziato più tardi rispetto agli altri il processo di privatizzazione e questo, se lo confrontiamo con il mondo anglosassone, implica un livello di cultura finanziaria più bassa. Conseguentemente hai meno aziende privatizzate e meno cultura finanziaria diffusa, quindi i prodotti e i servizi forniti alle aziende, che sono medio piccole, sono tendenzialmente più semplici. Un’azienda più grande e complessa ha bisogno di servizi più complessi però un’azienda grande andrà più facilmente a chiedere i soldi ai mercati rispetto alle Pmi. Questo implica che il fenomeno di disintermediazione è stato in Italia più lento e decisamente diverso, per quanto riguarda le modalità, rispetto a quello degli altri principali paesi europei e prescindendo dagli Stati Uniti, che sono un mondo differente. Il sistema bancario italiano è uno specchio del sistema industriale che deve servire”. (Intervista 2)

In particolare, la situazione di quasi monopolio nell'intermediazione della ricchezza delle famiglie e delle imprese, ha consentito alle banche di avvantaggiarsi sia della consistente esposizione dei portafogli delle famiglie nei confronti dei titoli obbligazionari bancari sia della forte dipendenza dai prestiti bancari delle imprese.

“(MPS era) molto forte nella raccolta, perché radicata in territori e piccoli centri dove i margini di concorrenza sono bassi, per cui hai delle sacche “di rendita di posizione”, di semimonopolio. Pensa alla Toscana o all’Umbria, dove Mps raccoglie, tra l’altro con tassi che non sono propriamente allineati alle condizioni di mercato, anche perché c’è un’alfabetizzazione finanziaria più bassa. Un conto è fare banca a Borgo a Buggiano e un conto è a Milano [...] In Toscana in molti paesi quando dico, scendo vado in banca, si assumeva che il sinonimo di banca fosse MPS o Banca Toscana. A Siena, Arezzo, dire banca significa dire MPS o Banca Toscana.” (Intervista 1)

Inoltre, l’idea di promuovere una bancarizzazione del paese, attraverso una capillare diffusione su tutto il territorio della presenza bancaria e il sostegno esplicito al consolidamento di un radicato sistema di banche locali – anche al fine di ridimensionare il rischio di un possibile ritorno al modello misto –, ha creato le condizioni per un aumento dei costi del personale influenzando in maniera negativa l’utilizzo di tecnologie innovative. Anche in questo caso, se torneremo più avanti sul tema delle tecnologie, conviene soffermarsi brevemente sulla questione dei costi.

“Se fossi il ministro del lavoro mi preoccuperei parecchio. [...] nel 2008 (nella nostra banca) il 60% delle transazioni erano fatte allo sportello bancario e il 40% fuori: il 40% erano bonifici, pagamenti con altra forma, ecc. Non ci sono i bancomat, sennò le percentuali sarebbero ancora più forti. Al 2008 il 60% delle transazioni si facevano fisicamente in banca. Oggi solo il 25%. Se tu sei o amministratore delegato o il ministro del lavoro, non ti faresti la domanda: ma cosa fanno in filiale 5 o 6 dipendenti adesso. In tutte le filiali d’Italia servono 5 o 6 o ne bastano 2? Servono tutte le filiali che abbiamo? Quante filiali ci sono nel paese?”. (Intervista 2)

“Le banche italiane [...] hanno un problema drammatico di tecnologia perché sono rimaste una generazione indietro dal punto di vista tecnologico nell’uso dell’informatica moderna (per migliorare) l’efficienza interna e (il) rapporto con i clienti. Ci sarà, prima o poi, un ciclo

di investimenti molto forte che comporterà una ristrutturazione dell'organizzazione produttiva come quella che c'è stata nella siderurgia degli anni 80". (Intervista 3)

Tuttavia, mentre per MPS i costi hanno soprattutto una natura "politica", legata al ruolo della banca nel contesto produttivo locale, per le banche italiane la questione è, in generale, diversa e si lega a un modello di regolazione che nei fatti ha creato nel tempo rendite di posizione.

"(Per) vedere il peso della politica è il fatto è che noi eravamo puntualmente sopra il sistema come media dei dirigenti rispetto ai dipendenti, perché su Siena c'era l'effetto di trascinarsi della carriera dovuto a motivi politici. [...] Il problema dei costi del personale gonfiati dalla politica in maniera sovraumana, un problema comune anche alle altre banche ma mai come noi". (Intervista 1)

"Si è sempre pensato che il sistema bancario fosse un sistema di privilegiati, pensa alle norme in alcune banche per poter dare il posto al figlio. Impressionante, quasi come i notai. Però può essere che tutti i figli fossero competenti? Statisticamente è impossibile. [...] Pensa a com'era una volta, io faccio carriera in banca e poi lascio il posto a mio figlio a prescindere da cosa è più adatto a fare. Un posto sicuro". (Intervista 2)

La ricostruzione dei fattori di contesto, anche attraverso le riflessioni dei testimoni privilegiati, rappresenta un passaggio fondamentale per comprendere le origini, le traiettorie e l'intensità dei processi di finanziarizzazione delle banche italiane. Ma l'evoluzione del sistema bancario descritta influenza anche la risposta delle banche alla crisi finanziaria globale, e ciò chiama direttamente in causa il ricorso alla leva finanziaria che, come abbiamo visto, presenta una dimensione sicuramente più contenuta rispetto agli altri casi europei: con un valore simile per Unicredit e Intesa San Paolo e ancora inferiore per MPS. In particolare, nel caso del Monte dei Paschi:

"Dal punto di vista immobiliare era sovrappresentato, aveva una quantità di roba imbarazzante, usata male perché era una banca troppo patrimonializzata negli anni 80. Addirittura aveva il problema opposto". (Intervista 1)

Inoltre, l'aver fondato buona parte della loro redditività sui crediti alle imprese e sull'amministrazione della ricchezza delle famiglie, ha generato "effetti perversi" rispetto alla sostenibilità del sistema. Ad esempio, a partire dagli anni Ottanta, pur avendo ridotto sensibilmente la quota di titoli pubblici nei loro portafogli finanziari, le famiglie italiane non hanno incrementato in maniera analoga a quanto avvenuto a livello europeo le quote di fondi comuni, l'acquisto di polizze assicurative o i versamenti a fondi pensione. Tali portafogli presentano quindi una forte esposizione nei confronti dei titoli obbligazionari bancari. Inevitabilmente ciò influenza in maniera negativa la capacità delle banche italiane di ridurre la dimensione degli attivi – *deleveraging* –, rendendole di fatto particolarmente vulnerabili alla crisi reale e alle oscillazioni di mercato dei titoli di debito sovrano, con conseguenti problemi di liquidità sul mercato interbancario.

"All'inizio la Pmi ti ha salvato perché quella che stava male era la grande impresa e campavi con il nero delle Pmi. Oggi è la Pmi che fallisce a grappoli mentre sulla medio grande impresa c'è un'attenzione politica nazionale a tenerle in vita, e anche perché, dopo la selezione darwiniana che c'è stata, le medio-grandi imprese rimaste in vita sono quelle che ce la fanno a reggere l'impatto con la competizione internazionale. Quindi, paradossalmente, quello che era il punto di vantaggio è diventato il limite, sei troppo concentrato dove falliscono a grappoli ogni giorno". (Intervista 1)

"Se fai il rapporto raccolta impieghi delle banche italiane, di fatto in questo momento, se tu non metti i bond venduti dalle banche alla clientela è di 1,7. Se io raccolgo 1 e rendo l'1,7 lo 0,7 dove lo trovo? Vuol dire che devo andare sui mercati, ma andare sui mercati costa sempre di più adesso. (Le banche) si sono trovate in una situazione preoccupante, la struttura del bilancio delle banche italiane sta pagando il fatto che gli impieghi erano lo strumento principale di finanziamento delle imprese, le quali un po' per cultura, perché devo andare sui mercati in fondo, devo far vedere i miei conti a qualcuno, un po' perché in fondo i tassi bancari, checché ne dicessero loro, non erano coerenti con il rischio preso. [...] Le banche, che facevano già soldi dall'altra parte, [...] si sono trovate in un momento, da Lehman in avanti, in cui il mondo si era capovolto, raccogliere soldi non era più così facile e se non era più così facile era necessario pagare qualcuno, ma se i soldi non ci sono più devo chiedere i soldi sui mercati, per compensare lo 0,7 che manca. Ma se i mercati sono chiusi devo pagare questa cosa e la redditività piomba giù. [...] Con Lehman è diventato più difficile raccogliere e quindi è diventato più cara la parte da raccogliere sui mercati (interbancario). Ma l'interbancario è un disastro". (Intervista 2)

Nonostante ciò, le riforme hanno sicuramente prodotto una revisione delle strategie. In particolare, con il recepimento delle direttive europee, e quindi con il riconoscimento della banca come impresa, vengono introdotti i concetti di concorrenza e di autonomia decisionale che conducono al superamento del modello tradizionale e all'introduzione della banca universale. L'influenza di queste trasformazioni, e in particolare il ruolo della concorrenza e dell'autonomia decisionale, emerge anche nelle interviste:

“Insomma, era un giochino un po' pericoloso, perché tu da un lato dici, abbiamo una scarsa alfabetizzazione bancaria, siamo una banca tradizionale, abbiamo delle sacche di monopolio, e dall'altro, ti lanci in un settore che funziona se hai un'alta alfabetizzazione dei clienti, se sei in centri urbani dove comunque hai una clientela potenzialmente preparata ad accogliere e valutare quel tipo di rischio, dove c'è un po' di concorrenza, per cui sei anche stimolato. Dove la concorrenza fa anche sì che per certi aspetti tu non possa proprio vendere il paradiso, perché c'è comunque qualcun altro che passa e dice: no guardi, lei mi sta vendendo un prodotto come piano di accumulo, ma in realtà è connesso con l'accensione di un mutuo o di un piccolo prestito”. (Intervista 1)

“Ti do la definizione di un banchiere: per il sistema bancario italiano Bankitalia è stata una mamma un po' troppo apprensiva e un po' troppo vicina, così facendo ha protetto troppo i propri figli e quando c'è stata concorrenza i figli si sono trovati in una posizione difficile. [...] Il punto è che ti devi finanziare sui mercati, sia interbancario sia dei bond o delle obbligazioni. Quando hai bisogno di qualcuno che ti finanzia allora devi essere pronto per concorrere e questo non è banale”. (Intervista 2)

“C'è stata una stagione, alla fine degli anni 90, in cui andavamo a proporre alle imprese emissioni obbligazionarie in alternativa al credito bancario e c'era una competizione abbastanza significativa fra le banche più moderne, ed era in particolare tra le banche italiane più moderne e le banche d'affare di altri paesi e, per quanto riguarda l'Italia, Mediobanca, su chi era in condizione di organizzare prestiti internazionali per le imprese grandi e medie italiane. C'è stata competizione, io ricordo nettamente questa idea che noi banca italiana, vecchia, avessimo come compito di contribuire a modernizzare il paese in questa direzione liberandoci dal monopolio di Mediobanca come organizzatore e collocatore dei prestiti obbligazionari e battere la concorrenza straniera sulle grandi operazioni che riguardavano l'Italia”. (Intervista 3)

Abbiamo visto come a livello macro, nonostante un'evoluzione simile, non si possa parlare di convergenza delle strategie delle banche. Ciò può essere spiegato con la persistenza di alcuni elementi peculiari che caratterizzano il nostro sistema produttivo e finanziario. Tuttavia, spostando l'attenzione a livello micro e ricostruendo l'evoluzione del modello di regolazione che ha contraddistinto il contesto nazionale, possiamo osservare la persistenza di dinamiche differenziate anche all'interno del campione di banche che abbiamo utilizzato nelle nostre analisi.

Ciò introduce un nuovo interrogativo di ricerca: perché non si realizza una convergenza verso il modello anglosassone? In altre parole, perché le opportunità connesse con la trasformazione del contesto competitivo e di regolazione sono state colte in maniera differenziata da soggetti operanti all'interno di uno stesso ambiente istituzionale?

Il passo successivo diventa quindi quello di ricostruire, attraverso un'analisi esplorativa, quali sono stati i fattori di agenzia che possono spiegare tanto l'intensità quanto l'evoluzione temporale dei processi di de intermediarizzazione e finanziarizzazione degli attivi dei tre istituti presi in esame.

Nel paragrafo precedente abbiamo infatti messo in evidenza alcuni elementi che caratterizzano l'evoluzione del sistema bancario italiano tra il 1997 e il 2007. Anzitutto, abbiamo osservato come Unicredit, Intesa San Paolo e MPS, seppur con valori assoluti differenti, registrino una crescita consistente dei loro bilanci. In secondo luogo, abbiamo descritto come, spostando l'attenzione sul margine di interesse, lo scarto risulti più contenuto e con un'evoluzione differenziata nel tempo. Tale fenomeno può essere in parte spiegato con variabili di tipo strutturale che chiamano in causa la differente composizione dei clienti degli istituti.

“(Le tre banche) hanno caratteristiche un po' diverse, perché i nostri mondi di riferimento non sono gli stessi. Cioè forse con Unicredit un pochino di più ma Intesa è più corporate di noi e Intesa ha in pancia anche alcune partecipazioni azionarie di alcuni gruppi. Il mondo nostro era quello della piccola e media impresa. Io credo che per il MPS quello fu anche un momento in cui comunque, prima della crisi, la pmi aveva ricominciato, tra mille difetti e mille problemi, a macinare” (Intervista 1)

“Considera che Unicredit è andata all'estero per seguire le aziende italiane all'estero. Certo, non è andato in Polonia per la Fiat, ma ha seguito anche altre imprese all'estero offrendo un miglior servizio e, fatti tutti i calcoli, acquistando le banche in vendita. Come ha fatto Santander, che è andata in America Latina, culturalmente vicina e con molte società spagnole che avevano legami forti con l'America Latina. È il criterio più giusto: seguo i miei clienti”.

(Intervista 2)

Il terzo elemento preso in considerazione è legato alla progressiva finanziarizzazione degli attivi. Così se Unicredit anticipa gli altri intermediari, MPS, nonostante un bilancio più contenuto, presenta livelli di finanziarizzazione particolarmente elevati.

Per spiegare le ragioni che hanno condotto a tale evoluzione abbiamo spostato l'attenzione dalla dimensione strutturale a quella culturale e relazionale. In questo senso, se nelle pagine precedenti abbiamo descritto la trasformazione del sistema bancario italiano come un fenomeno socialmente costruito, il passo successivo diventa quello di individuare una spiegazione sociologica del fenomeno che, attraverso variabili frutto di processi sociali, spieghi la diversa conformazione della variabile dipendente, ovvero del livello di finanziarizzazione degli intermediari presi in esame.

Nelle nostre ipotesi di ricerca le decisioni degli attori non possono essere ricondotte alla sola logica economica – legata al calcolo razionale dei costi e dei benefici –, ma devono essere interpretate con un approccio multidimensionale che alla dimensione strumentale affianchi variabili di tipo sociale. Si tratta quindi di prendere in esame gli effetti sulle decisioni legati alla collocazione dei soggetti all'interno di precise reti sociali, al ruolo autonomo dei fattori culturali e all'influenza della dimensione politica, connessa con gli interessi e i rapporti di potere dei differenti gruppi. Infine, accanto alle pressioni di tipo isomorfo e all'influsso delle dinamiche relazionali, verrà preso in esame un ulteriore elemento: quello della performatività delle teorie economiche.

Ciò consente di descrivere il mutamento come un processo socialmente costruito, interpretabile con gli strumenti introdotti nel primo capitolo. Dalla ricostruzione storica dell'evoluzione del sistema bancario, ad esempio, possiamo illustrare le trasformazioni intervenute con i concetti di isomorfismo coercitivo e mimetico – che contraddistinguono l'approccio del neoistituzionalismo sociologico –, mentre il riferimento al fenomeno dell'

“efficienza adattiva” contribuisce a fornire una spiegazione socialmente costruita dei concetti di “istituzioni” e “efficienza”.

Il punto di partenza è quindi rappresentato dall’origine del fenomeno, ci siamo quindi domandati in quale ambito abbia avuto inizio la trasformazione. Per rispondere al quesito, anche in virtù della trasformazione della banca in impresa, possono tornare utili i contributi sull’evoluzione delle concezioni sul governo delle aziende statunitensi descritti nel secondo capitolo. Così, se nella ricerca di Fligstein emergeva l’importanza dei rapporti tra manager, nel successivo lavoro di Dobbin assume invece rilievo il ruolo dei soggetti esterni, prevalentemente legati alle nuove attività finanziarie.

Il panorama che emerge dalle interviste è in parte diverso: in maniera analoga a quanto riscontrato nella ricerca di Fligstein il mutamento trova origine all’interno delle singole imprese; esso non è tuttavia legato ai rapporti che si creano tra i diversi soggetti quanto piuttosto alla creazione di “unità finanziarie” dedicate alla produzione e alla gestione delle nuove attività finanziarie.

“Avevamo un’attività enorme di vendita di derivati al settore corporate che cominciai nel 1999 dicendo: è giusto che solo le grandi imprese abbiano strumenti di copertura dei rischi di tasso? Noi facciamo la stessa cosa per le imprese piccole e medie e abbiamo montato una macchina perfetta di copertura di quei rischi. Cioè, invece di non fare gli intermediari di derivati, dove chi guadagna è chi li produce e noi prendiamo solo una commissione di intermediazione, mettiamoci a ingegnerizzare noi la produzione di derivati per imprese. [...] Montare un’attività di produzione di derivati di tasso, significativa per le imprese, è una cosa complicatissima [...] una cosa che (in realtà) non si poteva fare e noi abbiamo dovuto organizzare dei portafogli di copertura complicatissimi in funzione di tutti i derivati che di volta in volta vendevamo. Quindi avevamo una quantità di titoli [...] su cui ovviamente facevamo molti soldi perché quando c’era la nostra rete di vendita che faceva campagna di vendita dei derivati noi facevamo magazzino delle coperture. [...] Quindi una macchina quasi perfetta che si è inceppata nel 2003 quando i tassi hanno cominciato a scendere a picco e le imprese che si erano coperte hanno cominciato a perdere un sacco di soldi”. (Intervista 3)

“Il MPS si era creato una struttura di produzione di prodotti finanziari; non li comprava, li creava lui stesso. [...] (ma) non puoi arrivare e creare tutto. Crea MPS Finanze mettendo

dentro 3–400 persone tutte comprate dall'esterno, tutti con formazione finanziaria”.
(Intervista 1)

“Avevo questa UBM che abbiamo costruito [...] MPS faceva *proprietary* con titoli di stato, facevano il vecchio gioco della curva e si sono trovati con 25 miliardi di titoli di stato [...] in posizione. Sono dei *gambler*, io non sono mai stato un *gambler*” (Intervista 3)

“Poi inizia [...] una gestione importante della finanzia proprietaria. MPS inizia ad entrare fortemente, ma questo lo facevano anche le altre banche, però sui titoli di stato mi sembra fosse sovraesposto, mi sembra che la media di sistema fosse più bassa”. (Intervista 1)

Il primo quesito al quale dobbiamo dare risposta è quindi legato all’evoluzione del tempo del processo di finanziarizzazione. Perché Unicredit inizia per prima e con livelli più sostenuti rispetto alle altre due banche? Dalle interviste emerge il ruolo giocato da Profumo nell’avviare e guidare la trasformazione:

“Profumo ha avuto il coraggio e l’audacia, l’intelligenza, la sensibilità di fare questa trasformazione, di guidare questa trasformazione. Poi è chiaro che una crescita così tumultuosa, una volta arrivati con Lehman, ha richiesto una serie di aggiustamenti rilevanti, tant’è che in 3 anni – fine 2008, inizio 2010, inizio 2012 – (Unicredit) ha fatto tre aumenti di capitale e quindi vuol dire che, diciamo che Leahman, ha portato anche dei cambiamenti in Unicredit, ad esempio nella struttura di leva finanziaria, che era estremamente più elevata di quella di oggi, nella struttura di bilancio, nella struttura di capitale che non era sufficiente” (Intervista 2).

“(Profumo) incassava i profitti e faceva il ROE. Il ROE di Unicredit era normale su tutto ma anormale sulla finanza. Siamo stati amici, abbiamo lavorato molto bene insieme. [...] (Nel Cda) erano tutti contenti, era una cosa bella, trasparente. Abbiamo fatto un master interno, un concorso internazionale, abbiamo preso i migliori del mondo. [...]” (Intervista 3)

Ma tra i fattori di agenzia, oltre alla posizione dell’amministratore delegato, un ruolo particolare importante sembra essere stato quello del management:

Sono stati una serie di manager all’interno di Unicredit, se pensi ad esempio al contributo di Nicastro o a quello in Polonia di Lovaglio, questo è il miglior manager bancario polacco. [...] Decio è stato direttore generale in Turchia, è un’esperienza spettacolare, gestita molto bene. Ci sono molti manager di talento che andati all’estero sono diventati capaci. Strategicamente l’idea, l’intuizione è stata di quel gruppo, (e questa) è la cosa che rende questa banca sempre più affascinante delle altre. Profumo ha costruito una banca che non puoi non stimare. C’è un’idea di imprenditorialità sottostante, in un periodo difficile culturalmente, nel senso che non si pensava che una banca italiana non potesse andare

all'estero. Quindi secondo me non solo c'è stata un'intuizione strategica, ma questa cosa ha formato manager particolarmente capaci, mandati all'estero e che si sono comportati da imprenditori. [...] Poi UC ha fatto altri errori ma il posizionamento strategico di UC è spettacolare, anche a livello europeo. [...] Ghizzoni, il nostro CEO, era il co-ceo della banca turca, è stato a Vienna, è una persona che è stato capo filiale a Singapore, a Londra. La sua figura spiega bene la strategia di Profumo" (Intervista 2).

In altre parole, la presenza di un management particolarmente aperto alle esperienze internazionali, favorisce il consolidamento di un modello di banca inusuale per il contesto italiano. In questo senso, poiché le esperienze internazionali influenzano la "professionalizzazione" dei soggetti, aumentando così la consapevolezza della presunta superiorità dei nuovi approcci, possiamo parlare di isomorfismo normativo applicato al modello bancario.

Tuttavia, se nel caso di Unicredit il processo di finanziarizzazione ha prevalentemente un'origine endogena, anche se interna alla "divisione finanziaria", nel caso di MPS, invece, la trasformazione ha una natura prevalentemente esogena e politicamente indotta.

"Le altre banche ci guardavano con grande sorpresa. Volevano imitarci, ma per imitarci dovevano avere la vendere i derivati, che è la cosa più banale, e poi gestirli, gestire il book. Abbiamo montato una macchina, anche informatica, straordinaria". (Intervista 3)

"Il MPS subisce una violenza in termini di cultura aziendale in quegli anni. Con un passaggio graduale avrei detto va bene, facciamo un accordo con delle società straniere e iniziamo a vendere un portafoglio di prodotti che compro all'esterno, dove il rischio reputazionale è minore. Poi dopo, se funziona, inizio a creare una serie di prodotti miei. Ma della fabbrica prodotto, anche le altre 2 grandi avevano fabbriche prodotto, mi sarei preoccupato più tardi. Ma (i vertici) avevano un'impostazione marcatamente volta verso questo tipo di mercato. [...] Ti posso dire per il MPS nasce da una decisione politica molto forte che poi corrisponda anche alle altre banche è una cosa su cui bisogna fermarsi e fare una riflessione. [...] Se non c'era una regia politica fortissima non sarebbe stata in piedi, era una cosa che chiunque avrebbe guardato con degli occhi sgranati. [...] Cioè i cambiamenti vanno fatti in maniera graduale, qui ci fu un colpo di mano, una forzatura. [...] Ho trovato una banca che non faceva più la banca, cioè ho trovato una banca dove la preoccupazione fondamentale era: piazzare i prodotti finanziari. Della cultura del credito e della gestione del credito non gliene fregava più niente e proprio attraverso le cartolarizzazioni è stato fatto un tentativo spaventoso di spalmare tutti i risultati degli anni più recenti". (Intervista 1)

Ci siamo quindi domandati quale sia stata la modalità di risoluzione dei potenziali conflitti collegati alle differenti concezioni dell'attività bancaria. Dalle considerazioni degli intervistati emerge come l'organizzazione di Unicredit, nella quale la nuova "unità finanziaria" si era affermata in maniera autonoma, presenti un livello di conflitto minore rispetto, ad esempio, al caso di Mps di Siena dove la forte trasformazione viene di fatto subita dal management.

"Questo orgoglio intellettuale che avevamo montato in Unicredit. A me fa ridere che si dica che in Italia non c'era la finanziarizzazione perché eravamo brocchi. Noi non eravamo brocchi per niente, le altre banche che non capivano cosa facevamo ma io avevo la mia banca d'affari che faceva dei profitti pazzeschi ma non perché fregavamo sui derivati. [...] Nel cda era una cosa che non è che si capisse benissimo, il fatto cioè che quest'enorme portafoglio di rischi non lineari non generasse perdite quasi mai non era compreso, sembrava un fatto normale ma non lo era. Noi lo lasciavamo credere, mica giocavamo per il prestigio, giocavamo per un rapporto rischio-rendimento che funzionasse". (Intervista 3)

"C'era un problema di cultura. Quando arrivo in banca trovo una frattura tra il nuovo management [...] e il vecchio management, cioè quello abituato alla banca che raccoglie, fa i fidi e segue i fidi. Ad esempio, uno dei problemi più grossi è che se tu spingi troppo sulle cartolarizzazioni e vendi i crediti (crei) un incentivo minore a monitorare l'evoluzione dell'attività creditizia, l'hai venduto. [...] Quando spingi troppo sulla cartolarizzazione dei crediti cozza contro una cultura tradizionale del credito, perché nella cultura tradizionale del credito lo segui, lo accudisci, cammini insieme all'azienda che hai finanziato. Cioè se poi il giorno dopo tu l'hai ceduto quel credito, parte dell'incentivo a seguire quel tipo di azienda dal punto di vista del profilo creditizio un po' viene meno. Poi ci sono stati dei problemi nei primi tempi quando abbiamo inserito il rankin, questa logica dove tu inserivi un giudizio sintetico sullo stato di salute creditizio di una banca, e questo veniva considerato riduttivo rispetto a quella che era la cultura classica montepaschina della banca, questa enfasi quasi eccessiva sui crediti. [...] C'era veramente un problema di comunicazione tra gli ex 121 e la struttura storica del MPS. Di forte dualismo, anche perché devi capire che il sistema incentivante di chi fa il mestiere della finanza e di chi fa banca tradizionale è completamente diverso. Cioè chi lavora in finanza è abituato ad avere una percentuale di retribuzione variabile altissima, perché lavora sui risultati, soprattutto sui risultati di breve. (Intervista 1)

Diverso è infine il caso di Intesa San Paolo, per il quale possiamo parlare di un processo di trasformazione interpretabile con i concetti di isomorfismo mimetico, derivante dall'applicazione di risposte standardizzate o ritenute legittime in situazioni contraddistinte da incertezza.

“In Intesa ci hanno provato, hanno preso anche dei colleghi sperando di carpirci i segreti, ma non erano segreti, era una capacità organizzativa veramente straordinaria. Però, devo dire, ammetto, alimentata dal fatto che c'era questa vendita massiccia di derivati corporate, e tutta pulita”. (Intervista 3)

“Le altre banche hanno sostanzialmente imitato (Unicredit). Una ha imitato: Intesa”. (Intervista 2)

Analogamente a quanto descritto nelle ricerche sulla *corporate governance* delle imprese statunitensi, non è quindi l'efficienza della nuova dimensione finanziaria che ne decide l'affermazione attraverso la prova della concorrenza e, come vedremo soprattutto nel caso di MPS, non esiste un'unica via per l'efficienza. Non a caso la spinta alla trasformazione può essere spiegata con chiavi di lettura diverse. Così, se in Unicredit il processo di finanziarizzazione prende forma sulla base di una logica autonoma, interpretabile in termini di isomorfismo normativo, Intesa San Paolo, anche attraverso il diretto coinvolgimento di soggetti in precedenza occupati nell'istituto milanese, sembra imitare le strategie di Unicredit. In questo caso, possiamo quindi parlare di isomorfismo mimetico. Differente è infine il caso del Monte dei Paschi. Le trasformazioni intervenute nella banca senese, infatti, proprio a causa delle pressioni di tipo politico esercitate attraverso la fondazione, possono essere descritte nei termini di isomorfismo coercitivo. Tuttavia, se l'evoluzione può essere interpretata con variabili di tipo neoistituzionale, il ruolo giocato dalle reti risulta molto più ambiguo.

“I rapporti hanno pesato zero, c'era concorrenza feroce. Loro non capivano, poi nessuno di noi si vantava troppo. Ma questa Intesa che ha seguito noi, Intesa è andata avanti mentre noi avevamo già fermati la macchina. Poi si sono pentiti subito”. (Intervista 3)

In altre parole, data l'elevata concorrenza e il ruolo giocato dalle divisioni finanziarie, le reti tra soggetti differenti non sembrano aver giocato nessun ruolo. Alla trasformazione contribuisce invece il processo di legittimazione della nuova concezione. In questa prospettiva, quando le persone che occupano posti di responsabilità in un'organizzazione sono intimamente convinte della validità di certi modi di pensare e di agire, si possono allora generare meccanismi circolari, nei quali i singoli attori si trasformano a loro volta in un potente fattore che rafforza l'isomorfismo normativo delle organizzazioni.

“Il cda aveva deciso di investire, di entrare forte sulla 121, proprio perché la banca MPS appariva troppo ingessata sulla gestione tradizionale e aveva bisogno di una banca che invece fosse più presente, in maniera molto aggressiva come lo era la Banca del Salento, che poi cambia nome in 121, nella vendita dei prodotti di natura finanziaria. Quindi c'era un problema di carattere culturale: cioè l'immagine era quella di una banca un po' rugginosa, brava a fare il mestiere tradizionale”. (Intervista 1)

“(Abbiamo iniziato) avendo in mente un modello di tipo realmente anglosassone che vedeva dal punto di vista culturale nostro l'idea che fosse necessario affiancare al capitalismo di relazione, che era sostanzialmente conservatore e poco critico, anche dal punto di vista della selezione dei rischi, un modello nel quale prevalessero relazioni impersonali, quindi molto più capaci di selezionare i meriti e quindi attribuire un prezzo al rapporto rischio–rendimento. [...] Sull'onda dell'egemonia della cultura anglosassone ci abbiamo dato dentro senza pensare alle conseguenze di questo tipo e la competizione tra noi era molto accesa. Poi i proventi commissionali da emissioni obbligazionali erano molto buoni e anche la fama che ne derivava a chi ne faceva, come soggetto moderno”. (Intervista 3)

Approfondiremo meglio questo passaggio nelle prossime pagine quando indagheremo i possibili fenomeni di performatività delle teorie economiche. Qui conviene invece limitarsi a due considerazioni particolarmente rilevanti. La prima, che si lega al concetto di efficienza, cerca di valutare la trasformazione alla luce del legame tra banca e imprese, mentre la seconda prende in considerazione alcune delle trasformazioni individuate da Dore.

Quanto al primo punto, nelle pagine precedenti abbiamo messo in evidenza il rapporto tra offerta di servizi bancari e struttura produttiva, ricordando come il dibattito all'interno della letteratura economica non fosse in grado di evidenziare in maniera sufficientemente

robusta se i ritardi nel sistema produttivo e finanziario italiano fossero imputabili a una questione di domanda o di offerta di servizi avanzati. A questo proposito, anche le interviste non riescono a chiarire del tutto il fenomeno mentre sottolineano la presenza di un più stretto legame tra le caratteristiche dei sistemi produttivi locali e le strategie bancarie.

“Le banche hanno anche contribuito a cambiare ma quando parli di finanziarizzazione delle imprese devi capire (che) [...] la Pmi ha un problema, spesso e volentieri c'è una commistione tra la situazione finanziaria del proprietario dell'azienda e l'azienda, per cui tu non capisci con chi stai parlando. Cioè spesso e volentieri avevi aziende sottocapitalizzate e conti personali del gestore dell'azione che trabordavano. Quindi prima di tutto quando ti rivolgi a quel tipo di imprenditore la situazione è sempre molto opaca”. (Intervista 1)

“Le banche italiane servivano dei clienti fatti in un certo modo. Si può dire che le banche italiane non hanno fatto molto per incentivare (il miglioramento dei servizi). Poi, a un certo punto, hanno iniziato a vendere derivati alle Pmi per compensare, difendere, hedgiare le posizioni in tassi o in valuta. Solo che, dopo un po', in qualche caso, queste proposte sono diventate proposte speculative. Difficile capire quanto fosse l'imprenditore e quanto la banca. Così pure, tornando al tema dei prodotti, è difficile capire quanto le banche fornissero prodotti poco sofisticati perché avevano clienti in fondo poco sofisticati o un sistema industriale molto più semplice con poche grandi imprese”. (Intervista 2)

“Abbiamo commesso gli errori, perché di derivati, col senno di poi, ne abbiamo venduti veramente troppi. [...] Non ho creato io la baracca ma li ho indotti all'errore [...] Siamo stati in questo dilettaanti”. (Intervista 3)

Il secondo punto trae invece origine da alcune delle riflessioni di Dore in merito alla diffusione del modello di banca come intermediario mobiliare e alla graduale affermazione del principio dello *shareholder value*. A questo proposito, le esperienze nei paesi anglosassoni, sia formative che di lavoro, tendono infatti a riprodurre e legittimare proprio la dottrina delle economie non coordinate. Non è quindi un caso che tutti gli intervistati abbiano ricevuto una formazione di tipo anglosassone.

“Avevo molta cultura americana, ero allievo di quelli di Capital International, teorici dei vantaggi informativi”. (Intervista 3)

Ma Dore aveva messo in evidenza anche un secondo fenomeno che può contribuire a spiegare la trasformazione degli istituti italiani. Abbiamo infatti ricordato come alcuni dei laureati più brillanti in fisica o ingegneria, proprio in virtù delle loro abilità matematiche, vengano oggi reclutati dai principali istituti finanziari. Si tratta di un fenomeno che trova conferma anche in Italia:

“Avevamo dei sistemi sofisticatissimi di gestione dei rischi estremi e, quando vennero giù le torri, noi non perdemmo niente. I nostri modelli matematici sui rischi di mercato hanno tenuto tutti benissimo, come in tutto il mondo. Il giorno dopo l’11 settembre, passato lo shock, ci siamo detti abbiamo capito, il mondo funziona così, non ci sono più i rischi. Ogni rischio è misurabile e copribile e questo ha dato una spinta significativa negli anni successivi, dato che tutti i più bravi facevano queste cose. [...] Il capo era uno che si era laureato a Cambridge (UK) con una tesi sul riconoscimento digitale della figura umana in movimento, un fisico intelligentissimo, che ancora è lì. E lui era uno con un grandissimo talento informatico e con una capacità fisico matematica pazzesca, era lui il capo, colui che aveva sotto di sé la squadra e noi abbiamo rifatto Black–Scholes 18 volte, loro miglioravano Black–Scholes e ogni miglioramento era soldi a palate. Perché riuscivamo a fare prezzi sulle opzioni buonissimi. [...] Questo genio ha montato una macchina informatica che succhiava tempi di calcolo a tutte le macchine. Noi riuscivamo a utilizzare spazi di memoria delle filiali che restavano ferme, quindi riuscivamo a fare simulazioni stocastiche in tempo reale, quasi ogni minuto sapevo il rischio reale che stavamo correndo”. (Intervista 3)

Le interviste, alla luce degli strumenti e delle ricerche presentate nei capitoli precedenti, hanno consentito di ricostruire le origini e le modalità di diffusione della trasformazione all’interno dei principali istituti italiani. Il passo successivo diventa quindi quello di individuare quale sia stato il ruolo dei soggetti esterni – analisti, investitori istituzionali, fondazioni di origine bancaria e stampa specializzata – nel legittimare od ostacolare la trasformazione.

A questo proposito, per quanto concerne l’influenza degli investitori istituzionali e il ruolo della cultura finanziaria, il contesto italiano sconta quei ritardi che abbiamo prima illustrato mentre risulta ambiguo il ruolo degli analisti e delle fondazioni di origine bancaria.

La figura degli analisti viene infatti aspramente criticata da tutti gli intervistati che mettono in evidenza i rischi derivanti da una visione eccessivamente sbilanciata sul breve termine.

Nonostante ciò, a differenza di quanto osservato da Dobbin, in Italia la loro influenza nell'orientare e guidare la trasformazione è stata sostanzialmente marginale.

“Gli analisti altra grande delusione, gli analisti sono uno dei problemi dell'efficienza del mercato. [...] Gli analisti erano diventati una macchina. Cioè la struttura di analisi quanto costa? Quanto rende non si sa, il problema è quanto costa, deve costare sempre di meno. Quindi ad ogni analista si appioppava un portafoglio di imprese da seguire, il più alto possibile compatibilmente con la sua dignità umana. Il che significa averli costretti a standardizzare le analisi in un modo pazzesco. Alla fine tutti gli analisti hanno finito per ragionare così: costruirsi degli spreadsheet standard, farsi dare le guideline dalla società emittente e tararle verso l'alto e verso il basso in funzione della simpatia loro suscitata [...] Alla fine è stata una delle cose che ha prodotto il divismo finanziario e l'inefficienza. [...] Il mercato si adattava dopo, quando scopriva che le guideline dei leader venivano sistematicamente, diciamo, smentite. Però quando hai capito che erano sistematicamente smentite il mercato era andato, non se ne sono accorti prima”. (Intervista 3)

“Ho fatto l'analista 12 anni. Gli analisti possono essere intelligenti o tendenzialmente pecore. [...] Il problema per un analista è che è difficile sostenere posizioni coraggiose o impopolari. Ho hai un forte ego o forti competenze scientifiche per dimostrare le tue teorie o devi essere fortemente stimato, altrimenti mediamente tutti cercheranno il rischio minore. Quindi se nel conto economico vedi gli utili che salgono non domanderai mai se hanno fatto qualcosa di insostenibile perché la massa andrà lì. Poi peccato che dopo 3–6–9 mesi funzionerà al contrario, e tu come analista non hai aiutato nessuno seguendo la massa. Del resto anche i manager saranno contenti di fare sempre più utili non guardando la sostenibilità”. (Intervista 2)

Dato il peso trascurabile, lo stesso ragionamento può essere fatto valere anche nel caso degli investitori istituzionali, mentre negativo si conferma anche il giudizio sulla stampa specializzata che spesso ha svolto un ruolo passivo, di adattamento e legittimazione dell'esistente.

“Secondo me sulla stampa specializzata hai poche buone eccezioni e vale il discorso degli analisti”. (Intervista 2)

“Non esiste la stampa specializzata, sta con chi vince. Ci hanno detto che eravamo da mettere in galera perché facevamo i bond ma mentre facevamo i bond andavamo bene”. (Intervista 3)

Le Fondazioni, invece, hanno giocato un ruolo differente a seconda del tipo di intermediario analizzato e ciò consente di illustrare il ruolo della dimensione politica. Così, se nelle pagine precedenti abbiamo richiamato le peculiarità del modello di governance del MPS, alcune considerazioni paiono confermare la centralità della politica nelle scelte strategiche dell'istituto senese.

“La politica diceva: la banca può comprare chi gli pare ma la fondazione non deve cedere il controllo della banca. Quando parliamo del MPS ogni scelta di carattere gestionale, rilevante all'acquisizione di fette di mercato per via esterna, quindi con acquisizioni di altri istituti o pezzi di istituti o pacchetti di filiali, ha questo vincolo politico che obbliga all'acquisto in contanti e non vi sognate di scambiare azioni, perché la fondazione deve rimanere sopra il controllo del 50%. [...] (Ciò fornisce) una chiave di lettura interessante. Cioè fornisce una lettura dove la politica, con questa serie di vincoli, ha posto vincoli gestionali molto stringenti”. (Intervista 1)

Si tratta infatti di un fenomeno che non pare caratterizzare le altre banche prese in esame. Inoltre, l'attività delle fondazioni che emerge dalle interviste evidenzia una sostanziale ininfluenza delle stesse nei confronti dei processi di finanziarizzazione degli intermediari.

“Loro hanno fatto del carta su carta il volano. Unicredit non è mica avanzata per vie interne. Il credito italiano non è diventato Unicredit perché come le formichine sono diventate ogni volta più brave acquisendo clienti. No, perché hanno comprato pezzi interi di banche con le azioni, frastagliando la proprietà come l'hanno frastagliata. Intesa è un po' diverso, nel senso che Guzzetti si è mantenuto come fondazione un ruolo pilota ma anche lì non hanno mai detto la fondazione di riferimento è la Cariplo che rimane con il 50%. Loro hanno avuto una politica completamente diversa. Non solo, anche quando acquisti carta su carta e apri la proprietà diventi veramente una banca dei territori nel senso che, la fondazione Cariverona e le altre sono comunque rappresentate, e in qualche modo si sentono parte del progetto. MPS acquistava, compri la banca mantovana, a quel punto Mantova è estromessa dal territorio e dalla gestione della banca, perché tutto è a Siena. La vera banca dei territori mantiene dei presidi di proprietà, da questo punto di vista sono molto più banche del territorio Unicredit che, acquistando via via le banche, ha anche dislocato nei vari territori gli uffici. Questa,

invece, è una banca assolutamente sienocentrica. [...] La politica ha posto questa logica del controllo. [...] Qui si voleva che la fondazione potesse nominare il cda, tutto perché poi aveva una ricaduta elettorale interna”. (Intervista 1)

“Le banche italiane con la privatizzazione formalmente entrano in un ambito di mercato, le principali, le più grosse. Poi abbiamo tutta una serie di casse di risparmio e banche popolari, il fenomeno con cui si sono aggregate le banche popolari da un lato e le casse di risparmio hanno scisso l’attività filantropica, fondazione, da quella bancaria, conferendo la banca ad altri gruppi e diventando le fondazioni soci di riferimento è un fenomeno che ha un impatto socio politico. Però è anche vero che i soci fondazione si sono mossi in questi anni verso la riduzione del loro peso nelle banche, e questo è stato fatto. Io non so dirti quanto l’aspetto partitico influenzasse il comportamento della fondazione, che peraltro è un soggetto che viene dal basso, quindi non sempre la fondazione è rappresentativa di un partito e non sempre la fondazione interpreta il proprio ruolo in maniera strettamente partitica, soprattutto sulle persone. Potrebbe interpretarlo nel senso di presenza sul territorio, però queste fondazioni, io penso alle nostre, sono state estremamente aperte”. (Intervista 2)

“Le fondazioni erano felici, alle fondazioni interessava solo il dividendo. Per cui l’idea che le fondazioni abbiano costretto le banche italiane a stare sul territorio... io non me ne sono accorto. Erano felici, più derivati facevamo più erano contente, perché incassavano. Poi è chiaro che dovevamo anche stare attenti all’andamento dei fabbisogni di credito. La realtà è che questa cosa leggendaria che il sistema bancario è stato più legato ai territori, e quindi ha corso meno rischi, è la media di una situazione nella quale alcuni l’hanno fatto per incapacità, alcuni l’hanno fatto per scelta, tutte le BCC, e altri non l’hanno fatto per niente e comunque si sono salvaguardati”. (Intervista 3)

Nelle pagine precedenti abbiamo inoltre richiamato il tema delle tecnologie, un fenomeno sottovalutato da Dore – che lo indicava come un “fattore agevolante” – che risulta invece di particolare rilievo sia per quanto concerne le strategie delle banche sia per il legame con i modelli utilizzati dalle stesse. Così, anche in virtù degli elevati costi del personale in parte imputabili proprio alla scarsa cultura tecnologica, la sempre maggiore diffusione degli scambi telematici può aver rappresentato una fonte di reddito alternativa alle attività tradizionali.

L’incorporazione nella teoria economica nella tecnologia sembra inoltre accentuare il carattere performativo dei modelli economici. Abbiamo infatti visto come esista una

tendenza della cultura economica a superare il tradizionale ruolo di analisi e interpretazione per manifestare, quando essa non si limita a predire un cambiamento ma lo prescrive come necessario, tendenze di tipo «performativo», contribuendo così essa stessa alla realizzazione del cambiamento prescritto. Da un lato, le teorie economiche, attraverso lo sviluppo di schemi interpretativi differenti a seconda del prodotto negoziato, riducono l'incertezza degli operatori e, dall'altro, ogni volta che i comportamenti degli attori si avvicinano alle prescrizioni della teoria economica contribuiscono a rafforzare la teoria economica stessa. Inoltre, poiché i processi decisionali degli operatori finanziari sono sempre più sorretti da sofisticate tecniche di definizione dei prezzi, lo sviluppo e la diffusione di questi «artefatti culturali», disponibili per un numero sempre maggiore di attori, ha notevolmente incrementato la rapidità dei processi decisionali [Mutti, 2008]. L'incorporazione della teoria economica nella tecnologia ha così accentuato il carattere «performativo» dei modelli economici, ovvero la capacità della teoria economica di modellare l'economia reale.

A questo proposito possiamo affermare che la tesi dei mercati efficienti ha, in alcuni casi, sviluppato elementi di performatività. A livello teorico, come evidenziano Barucci e Messori [2012], il raggiungimento dell'equilibrio generale viene meno nel caso in cui fattori esogeni – esternalità, beni pubblici, concorrenza imperfetta, asimmetrie informative – impediscano l'efficiente funzionamento dei mercati. Nonostante ciò, in linea di principio, tali fallimenti non inficiano la generalità del risultato. Essi sono infatti superati ogni qual volta il fattore esogeno può essere internalizzato diventando oggetto di scambio in un nuovo mercato concorrenziale. Il completamento dei mercati ripristina così l'equilibrio.

“Sono uno di temperamento dottrinario, un keynesiano di sinistra che legge Minsky e dice il sistema creditizio è l'elemento che sbilancia sempre tutto, il sistema creditizio non quello finanziario [...], perché se leggi Minsky capisci che il banchiere passa ciclicamente dall'eccesso al difetto di offerta per una serie di motivi. L'itinerario intellettuale è stato questo. Cos'è la cosa che toglierà dal mercato finanziario la sua intrinseca instabilità? Il fatto che il mercato creditizio, che produce una merce illiquida, diventa liquido. E che cosa lo rende liquido? I derivati di credito. Ma il mercato dei derivati è quello che ti segnalerà i rischi prima che diventino catastrofici e quindi ti consentirà di correggere in continuo quello che invece nel capitalismo normale è sempre avvenuto per discontinuità. Perché io nel continuo

so se il rischio Fiat merita uno spread di 200 punti o 250. A quel punto adeguerò la mia offerta”. (Intervista 3)

In queste condizioni, secondo l'espressione coniata da Merton, si verifica la situazione di «profezia autoavverantesi» in base alla quale «l'evoluzione dei prezzi diventa autoreferenziale in quanto credere – anche senza fondamento – in una tale evoluzione è sufficiente a realizzarla e la successiva osservazione dei prezzi, che oggettivizzando questa evoluzione, non fa altro che confermarla» [Steiner, 1999, 107].

Tale teoria non si è però soltanto limitata a estendere i risultati del modello di equilibrio generale ai mercati finanziari, ma ha prodotto anche due strumenti di analisi teorica che hanno avuto rilevanti risvolti operativi e di policy: da un lato, ha mostrato che, in equilibrio, i prezzi dei titoli finanziari trasmettono e rendono pubblica l'informazione privata dei singoli attori – efficienza informativa –, dall'altro, il prezzo di un titolo finanziario è “giusto” quando non lascia opportunità di arbitraggio sul mercato.

I risultati ottenuti dal primo strumento hanno messo i mercati finanziari al riparo dalla speculazione su base informativa; i risultati ottenuti dal secondo hanno portato al proliferare dell'ingegneria finanziaria, con la creazione di strumenti finanziari sempre più complessi.

“Dicevo, visto che grazie ai derivati anche il mercato creditizio è efficiente, noi andiamo tranquillamente avanti senza bisogno di un grande governo che stia sopra, perché oramai l'instabilità era uscita dal capitalismo. Ma ho sbagliato, succede ai dottrinari. Quindi il mercato è efficiente, non dobbiamo avere paura dell'instabilità e quindi dobbiamo lavorare un po' per contribuire all'efficienza del mercato e un po', in questo mercato efficiente, riuscire a trovare i nostri spazi, lo spazio del market making. Era quello, la filosofia era il market making, cioè fare soldi avendo una superiore capacità di gestire i rischi dei clienti. Questa era la teoria”. (Intervista 3)

Questo apparato teorico, solido e raffinato, ha rinsaldato la fiducia nel buon funzionamento dei mercati finanziari. Si è inoltre rafforzata la vecchia idea che tanto più i mercati finanziari risultano ampi – completi – e liquidi, tanto più sono in grado di soddisfare i principi di efficienza allocativa – condivisione del rischio tra gli operatori – e di aggregare l'informazione adeguata per individuare il prezzo “giusto”. Ciò ha prodotto una forte

spinta verso la liberalizzazione dei mercati finanziari e verso la deregolamentazione dell'attività degli intermediari.

“E poi c’era un (quadro) regolamentare pazzesco, per cui come mi insegnavano i tedeschi, io non l’ho mai fatto, smetti di fare credito. Fai credito, vendi e sostituisci i crediti che ti assorbono capitale con derivati di credito. Li metti nel portafoglio di trading, tu hai lo stesso rischio/rendimento e non hai assorbimento patrimoniale. Loro hanno fatto così, Dexia faceva così. Cioè davano credito, lo vendevano subito e compravano derivati, ma lo facevano perché i derivati li mettevano nel trading e a parità di rischio avevano meno assorbimento, ma il problema era regolamentare, lo stesso rischio deve avere lo stesso assorbimento”. (Intervista 3)

Fino al maggio del 2007 queste idee e le loro implicazioni di policy sono apparse compatibili con il controllo e la gestione dei rischi nei mercati finanziari relativi a individui – rendimento dei titoli o shock finanziari – e imprese – insolvenza o default – ritenuti perlopiù idiosincratici, ossia fra loro non correlati e, in quanto tali, assorbili da mercati profondi e popolati con intermediari solidi. Tuttavia, nonostante la riflessione sulla recente crisi finanziaria, i limiti della teoria dei mercati efficienti non sono stati ancora colmati da un nuovo schema generale. Esistono infatti spezzoni di teoria che affrontano specifiche anomalie ma non delineano un quadro unitario. Come emerge dalle interviste, la consapevolezza di questo limite teorico sembra suffragare l’ipotesi della performatività.

“(Molti dei nuovi assunti) hanno studiato ancora i mercati efficienti. Questo grande dramma teorico non ha prodotto una grande revisione del pensiero. Alla Bocconi ancora insegnano che i mercati sono efficienti. Questa non è una riflessione che non è ancora entrata nei programmi di studio, che sono ancora quelli di prima. Il clima culturale è ancora quello”. (Intervista 3)

L’ultimo quesito preso in esame riguarda il futuro delle banche e, in particolare, il tema della convergenza verso un modello unico. Abbiamo visto come per Dore una delle ragioni di tale processo sia da ricercare nella doppia sfida che devono fronteggiare gli istituti di credito: da un lato, si registra il ridimensionamento dell’importanza dei depositi tradizionali delle famiglie mentre dall’altro, la crescita del mercato finanziario, spinge le

imprese a sostituire i prestiti tradizionali con il finanziamento sul mercato. A tale declino le banche rispondono con lo sviluppo dei servizi di finanziari e di investimento e con la negoziazione per conto proprio.

Questo cambio di strategia porta a due conseguenze. Anzitutto viene rinforzata la tendenza delle imprese a ricercare la massimizzazione dello *shareholder value* e, in secondo luogo, la maggiore concorrenza spinge le banche in direzione di una convergenza verso un modello unico. Tuttavia, dalle analisi empiriche a livello macro il fenomeno non sembra essere così lineare.

“Non necessariamente (ci sarà la convergenza), secondo me vale il discorso che la banca deve avere la strategia coerente con il proprio essere. Mi spiego: se una banca è locale deve avere competenze locali, deve avere due scelte: o essere particolarmente vicina alla clientela locale, e magari inizia a dare consulenza a 360 gradi, oppure, rendendosi conto di dipendere troppo da banche più grosse, può decidere di aggregarsi. Queste sono valutazioni che devono fare sia i soci della banca sia il regolatore”. (Intervista 2)

Nonostante ciò, la sempre maggiore internazionalizzazione delle due più grandi banche italiane, nonché le caratteristiche delle imprese di riferimento, evidenziano un percorso comune che sembra dover caratterizzare il futuro sviluppo di Unicredit e Intesa SanPaolo, mentre MPS pare destinata a rimanere ancorata a un contesto prevalentemente nazionale.

“La formazione del bilancio finanziario di Unicredit è stata questa fino al 2004 [...] era già iniziata la ritirata sui derivati perché le imprese avevano detto basta. [...] In San Paolo [...] bisognava reintermediare. Cioè dal 2005 ho ricominciato a pensare che, in fondo il ruolo delle banche, non potendo essere questo, almeno per una banca italiana, perché la gamma dei prodotti su cui potevi fare legittimamente market making pensando di battere la concorrenza internazionale, essendo molto piccola, forse era meglio ritornare a fare credito. Il problema era che nel 2004–8 facevi credito a tassi talmente bassi da non guadagnarci. E lì allora mi sono protetto con i derivati.”. (Intervista 3)

“In questa forbice scompare la banca medio piccola, rimane il modello delle due super mega banche e il pulviscolo. Non so se per il tessuto imprenditoriale italiano è il modello bancario più efficiente. A quel punto le piccolissime banche dovranno inventarsi un’ulteriore modello di sviluppo, dovranno essere molti di più gli ambiti da accentare, da mettere a sistema [...]

Per MPS si apre la domanda da un miliardo di dollari, cioè: torniamo indietro e diventiamo una banca media, prevalentemente forte nell'Italia centrale ma che abbandona i sogni di gloria...Quindi avrai la medaglia d'oro e di argento che saranno su un podio altissimo e una medaglia di bronzo su un podio basso basso. Oppure l'ipotesi spezzatino, dividi MPS pezzo per pezzo e dai vita autonoma a ogni pezzo; oppure trovi un partner, magari non italiano, spagnoli o francesi come BNL, e a quel punto sei all'interno di un carrozzone molto più grande e acquisisci una dimensione europea ma diventi un marchio in un polo funzionale molto più grande". (Intervista 1)

In questa prospettiva, il processo di finanziarizzazione non potrà venire meno.

"Diciamo che Lehman ha portato le banche italiane "sulla terra", o meglio, ha fatto loro capire che il tema della globalizzazione e delle interconnessioni è inevitabile. Chi dice che le banche possono fare a meno dei mercati, se è un ceo di una banca, può fallire anche dopo 3 giorni. Non si può essere così naif da poter pensare di vivere fuori da questo mondo: o hai una struttura già perfetta, e le banche non ce l'hanno, o sennò diciamo che le banche italiane stanno pagando un certo tipo di storia. [...] Il sistema si è modificato in maniera rilevante e posso dirti che i mercati conterranno sempre di più. Intendo i mercati in senso ampio, non solo azionari, c'è anche il mercato interbancario. E questo implicherà che alcune competenze dovranno essere necessarie. È una cosa estremamente importante che influenzerà sempre più il sistema italiano". (Intervista 2)

Alla luce delle considerazioni espresse, l'evoluzione delle strategie delle principali banche italiane sembrano risentire, dal punto di vista strutturale, dell'evoluzione storica del contesto, confermando così le ipotesi sul ruolo degli assetti istituzionali precedenti e quindi sull'influenza del fenomeno della *path dependence*.

Le trasformazioni intervenute nella regolazione, che hanno portato a una radicale trasformazione del sistema bancario e finanziario, hanno di fatto trapiantato in maniera acritica un nuovo modello in un contesto che presentava peculiari caratteristiche istituzionali. Ciò consente, riprendendo le considerazioni fatte in precedenza a proposito della *corporate governance*, di leggere il mutamento nei termini di isomorfismo coercitivo. Tale fenomeno diventa evidente se guardiamo tanto al lato dei soggetti esterni quanto al ruolo giocato dalla dimensione politica.

“Parlerò sempre bene della Legge Amato, perché è veramente lui aveva un problema di “foresta pietrificata”, ma con il MPS se lasci la Legge Amato incompiuta allora gli incentivi che hai in mente sono tutti deviati”. (Intervista 1)

L’analisi delle origini e dell’evoluzione delle trasformazioni ha inoltre consentito di mettere in evidenza il ruolo degli *insider*. In questa prospettiva, se non è emersa nessuna particolare relazione tra i vari gruppi all’interno dei singoli istituti, l’evoluzione della trasformazione può essere interpretata facendo diretto riferimento alle ricerche presentate a proposito dell’evoluzione delle concezioni di impresa efficiente negli stati Uniti. L’azione dei singoli soggetti acquisisce così una maggiore complessità e ciò, insieme alla ricostruzione del dibattito sul rapporto tra domanda e offerta di servizi innovativi, ridimensiona l’enfasi sul concetto di efficienza economica.

La ricostruzione della trasformazione interna sottolinea infine la presenza di possibili effetti performativi connessi con l’affermazione di alcune “visioni” dell’economia; l’ipotesi di performatività delle teorie economiche, pur risultando estremamente difficile da cogliere in maniera empirica, sembra presentare alcune “affinità elettiva” con le considerazioni espresse dai soggetti intervistati. In altre parole, abbiamo cercato di mettere in evidenza quelle che Zamagni considera le “cause remote” che hanno condotto alla recente crisi economica e che chiamano in causa alcuni aspetti “della matrice culturale che ha accompagnato la transizione dal capitalismo industriale a quello finanziario” [Zamagni, 2008, 2]. Anche in questa prospettiva, tale mutamento non sarebbe stato possibile senza il sostegno scientifico di una certa scuola di pensiero economico; “a differenza di quanto accade nelle scienze naturali (infatti, la scienza economica) è fortemente sotto l’influenza della tesi della doppia ermeneutica, secondo cui le teorie economiche sul comportamento umano incidono, tanto o poco, presto o tardi, sul comportamento stesso dell’uomo. [...] La teorizzazione in ambito economico mai lascia immutato il suo campo di studio, dal momento che essa non solo plasma le mappe cognitive dell’agente economico, ma gli indica anche la via che deve essere seguita se si vuole seguire in modo razionale lo scopo. [...] e, se come ovvio, lo scopo di un’azione prescrive quali debbano essere i mezzi richiesti per realizzarlo, il circolo ermeneutico è presto chiuso” [Zamagni, 2008, pp. 11–12].

5.4. L'evoluzione del Monte dei Paschi di Siena

Le considerazioni presentate nelle pagine precedenti hanno messo in evidenza le particolari caratteristiche dell'istituto senese. Tuttavia, poche settimane dopo la conclusione delle interviste – realizzate nel periodo compreso tra novembre e dicembre 2012 –, la situazione del Monte dei Paschi di Siena è salita alla ribalta per lo “scandalo dei derivati finanziari”. Abbiamo quindi ritenuto utile tornare sul caso senese, al fine di indagare il livello di coerenza con lo schema interpretativo proposto nel secondo paragrafo. In questo caso, però, il nostro obiettivo non è finalizzato tanto alla ricostruzione del dibattito sulle inchieste in corso quanto piuttosto alla ricerca di elementi di continuità tra la situazione attuale e il quadro emerso dalle interviste. Tale scelta è riconducibile a due ordini di motivazioni: anzitutto, buona parte degli strumenti chiamati in causa nelle inchieste e nei rapporti della Banca d'Italia sono stati sottoscritti nel periodo successivo a quello indagato⁸⁵; in secondo luogo, la gravità delle accuse rivolte ai vertici dell'istituto – truffa, ostacolo all'attività di vigilanza e manipolazione del mercato – ci costringono ad evitare la formulazione di conclusioni affrettate nei confronti dell'operato di alcuni manager. Inoltre, trattandosi di una situazione in continua evoluzione, sarebbe improprio utilizzare fonti secondarie, tra l'altro ancora parziali, come dati oggettivi.

La ragione per la quale abbiamo scelto di inserire un' ulteriore riflessione sul caso della banca senese trova dunque origine nell'obiettivo di individuare una relazione tra le ipotesi avanzate rispetto al processo di “finanziarizzazione” e le conseguenze da esso generate sulla stabilità della banca. Avevamo infatti descritto il particolare ruolo esercitato dalla Fondazione e l'importanza della dimensione politica, sia nell'indirizzare le strategie della banca che nell'influenzare la selezione del management.

Il quadro tracciato nel paragrafo precedente mostrava infatti alcune caratteristiche peculiari del Monte dei Paschi e la ricostruzione effettuata dalle principali testate giornalistiche nazionali sembra confermare la presenza di un sistema di *governance* che, pur

⁸⁵ A questo proposito si veda il documento della Banca d'Italia: Principali interventi di vigilanza sul gruppo Monte dei Paschi di Siena. Nota di approfondimento trasmessa al Ministro dell'Economia e delle Finanze, Vittorio Grilli, in relazione all'audizione del 29 gennaio 2013, tenuta dal Ministro presso le Commissioni riunite Finanze di Camera e Senato.

condividendo un assetto proprietario comune a quasi tutte le banche italiane⁸⁶, rappresenta un unicum nel panorama nazionale.

Pertanto, per adeguare alla situazione attuale le nostre riflessioni, cercheremo di integrare le interviste con le considerazioni espresse da importanti opinionisti italiani su quotidiani di rilevanza nazionale. In questo caso, infatti, trattandosi in buona parte di docenti universitari, possiamo considerare le argomentazioni sviluppate sufficientemente solide ed attendibili dal punto di vista scientifico.

Per quanto riguarda l'evoluzione della vicenda dei derivati la cronostoria è oramai nota: l'avventura finanziaria del MPS si consolida nel 2005⁸⁷ con l'acquisto del bond Alexandria, poi venduto nel 2009 alla Nomura, in cambio della possibilità di “spalmare” le perdite su un periodo più ampio. L'operazione, così come le altre – Santorini nel 2002 e Nota Italia – non viene però rilevata né ai controllori interni della banca né alla Banca d'Italia. Dal nostro punto di vista, si tratta di una pratica che, seppur con metodi e strumenti differenti, pare essere già stata sperimentata nel passato:

“Attraverso le cartolarizzazioni è stato fatto un tentativo spaventoso di spalmare tutti i risultati degli anni più recenti: scontavi il guadagno, lo cartolarizzavi in modo da farti bello nei bilanci, quindi se avevi piazzato dei titoli che dovevano rendere il 3% per 10 anni, figurava che i primi 2 anni rendevano il 9 e poi scontavi a discapito dei rendimenti futuri. [...] Era stato fatto un tentativo per rendere più belli i bilanci, c'era stato uno sforzo spaventoso sul commerciale e la produzione di prodotti finanziari”.

Ma il “peccato originale” risale al 2003⁸⁸: si tratta di due operazioni Tror – *Total rate of return* –, effettuate per fronteggiare lo sbandamento del valore della banca in piena bolla *dotcom*; l'azione del MPS raggiunse infatti il suo massimo storico nel settembre del 2000 con un valore di 5.3€, per scendere a 1,77€ il 9 ottobre 2002 e poi ancora a marzo 2003. Ma non fu il crollo di borsa a impensierire la Fondazione: il 23 dicembre 2002 Banca 121 era stata incorporata dal Monte dei Paschi, mutuando il *top management* della ex Banca del Salento: l'a.d. Vincenzo de Bustis e Gianluca Baldassarri, voluto a Siena dallo stesso amministratore delegato.

⁸⁶ Boeri Tito, I politici ai vertici delle Fondazioni Bancarie, www.lavoce.info, 27/1/2013

⁸⁷ Manacorda Francesco, Dai derivati allo scandalo, i punti fermi del Monte, La Stampa, 30/1/2013

⁸⁸ Borzi Nicola, L'effetto Lehman su Fondazione Mps, Il Sole 24 Ore, 3/2/2012

“È come se la Juventus assorbe l’Albinoleffe e il direttore generale dell’Albinoleffe diventa il direttore generale della Juventus. Da una parte il MPS compra la Banca 121 e, sempre per motivi politici, il direttore generale della Banca 121 diventa il direttore generale del MPS, facendo fuori l’ex direttore generale Divo Gronchi”

Abbiamo già descritto come l’acquisto di Banca 121 rappresenti una “forzatura” che modifica radicalmente la cultura della banca. Nonostante ciò, quello che qui interessa richiamare è il ruolo occupato dalla dimensione politica nell’influenzare tanto le scelte strategiche quanto i processi di selezione del management:

“La finanziarizzazione del MPS inizia con l’era de Bustis, [...] quella dei prodotti derivati. [...] (Dopo lo scandalo della banca 121) servivano persone che fossero completamente fuori dalla gestione: occorre dare un segno di discontinuità con la gestione precedente e questo segno viene fatto appunto con un cambio repentino, che non aveva forse eguali nella storia del MPS, con il cambio del direttore generale e con un cda dove si erano innestati volti nuovi per dare una mano di coppale in un consiglio che era abbastanza colluso con la politica”.

E furono proprio questi dirigenti a prendere le decisioni che nel 2008 condurranno all’operazione Santorini. In altre parole, già allora, l’operazione della Banca 121 e alcune scelte del management rendevano esplicite quelle criticità divenute oggi evidenti:

“Nel 2003 la proprietà, cioè la Fondazione, ci dà in realtà un messaggio che è “indietro tutta”. Cioè ci viene detto: ragazzi non giochiamo, fermi, perché [...] con la 121 [...] è stato un bagno di sangue. Non so quanti tavoli di conciliazione abbiamo dovuto aprire. Una sputtanata reputazionale di dimensioni inaudite. Quindi l’idea era stiamo fermi e ricominciamo a fare quello che meglio sappiamo fare. Il mandato va a Tonini, e questo si trova anche in questa logica, butto via de Bustis e vado a prendere come direttore generale l’ex capo storico dell’ufficio fidi della banca. Quindi se volevi mandare un messaggio lo mandi piuttosto chiaro: prendo un uomo dei fidi”.

Ma la vicenda del Monte dei Paschi ha anche riaperto il dibattito sulle Fondazioni di origine bancaria e, in particolare, sulla dimensione “sistemica” degli intrecci di relazioni che mascherano lo stretto legame tra politica e credito in Italia⁸⁹. La natura *double-face* di questi enti – soggetti dedicati al no profit di carattere sociale, da un lato, e al controllo delle banche, dall’altro – ha nel tempo generato effetti perversi. Come abbiamo visto, la funzione di controllo – che nelle intenzioni del legislatore doveva essere temporanea⁹⁰ – si

⁸⁹ Boeri Tito e Guiso Luigi, L’intreccio double-face tra politica e banche, La Repubblica, 28/1/2013; Amato Giuliano, È tempo di completare la mia riforma, Il Sole 24 Ore, 3/2/2013

⁹⁰ Costi Renzo, Fondazioni e banche, quel legame che non si spezza, www.lavoce.info, 12/6/2007

è scontrata con l'aspirazione della classe politica alla gestione delle fondazioni, i cui amministratori erano diretta espressione dei poteri locali.

“D'altronde se il sindaco e il presidente della provincia nominano la maggioranza dei componenti della fondazione la quale nomina la metà del cda, lo capisci che hai raggiunto una situazione un po' grottesca dove il mal di pancia del consiglio comunale di una città di 50mila abitanti ti determina gli equilibri politici della terza banca italiana [...] e questo naturalmente ingessava la banca e rendeva il ruolo del consigliere di amministrazione un ruolo molto ibrido. [...] Oltre ad essere un consigliere eri anche un capocorrente di un partito”.

Ma il MPS presenta anche una seconda peculiarità che affianca le dinamiche politiche: la centralità della dimensione locale⁹¹. La ricostruzione del processo di privatizzazione degli intermediari bancari effettuata nel quarto capitolo può quindi tornare utile per comprendere le distorsioni del caso senese. Con il riconoscimento della natura imprenditoriale delle banche viene infatti meno il particolare legame tra banca e comunità che aveva contraddistinto la fase precedente alle riforme. Il nuovo contesto richiede quindi una riorganizzazione sia della forma societaria che della struttura di controllo; ma a Siena tutto ciò viene visto come una sorta di “esproprio” e questo contribuisce a spiegare l'adesione soltanto formale della Fondazione ai dettami della legge Ciampi.

“Se vai a contare quanti sono stati i travasi di persone che hanno fatto prima l'amministratore in fondazione e poi nella banca. Tonini, che fa il direttore generale, era l'ex direttore generale della fondazione. Mussari, che fa il presidente della banca era ex presidente della fondazione, Carpinelli che diventa consigliere di amministrazione era ex deputato all'interno della fondazione. Cioè tutto questo travaso di gente oppure viceversa, che dalla banca passa alla fondazione. Questa commistione tra banca e fondazione tipica del Mps non ha eguali nelle altre banche.

Ma gli stretti legami tra comune, provincia e fondazione e il ruolo della stessa nel no-profit hanno consolidato nel tempo un modello che, tenendo insieme curia e università, sindacato e associazioni, ha finito per produrre una radicalizzazione del localismo:

“La seconda distorsione del MPS è questa: se tu hai un socio come la fondazione che ha il 50%, la fondazione vede i suoi vertici nominate da comune e provincia, il cda della fondazione ha un incentivo politico. Io che sono presidente della fondazione e voglio fare 3 mandati da presidente, ho un incentivo a dare più o meno utili possibili a cascata nei territori di riferimento degli enti che mi nominano? È naturale che ho un interesse ad aumentare la fetta di utili che distribuisco, quindi chiederò un pay out⁹² ogni anno alla banca molto alto, cioè limiterò anche

⁹¹ Barucci Emilio, Il fattore locale, L'Unità, 26/1/2013

⁹² Si tratta del rapporto tra il totale dei dividendi che vengono distribuiti e l'utile di esercizio.

la possibilità di autofinanziamento della banca, perché io ho bisogno di questi utili perché devo comprarmi il consenso per fare il presidente”.

Nel paragrafo precedente, inoltre, è emerso come la recente evoluzione del sistema finanziario abbia costretto le banche a dotarsi di competenze sempre più specifiche per la gestione di rischi considerati fino a pochi anni fa trascurabili, con ripercussioni significative per quanto concerne i criteri di scelta del personale. Le interviste riportate segnalano infatti come il MPS rappresentasse, nella designazione dei propri vertici, un caso particolare di “selezione avversa”, dove le preferenze erano legate in misura maggiore a logiche politiche e di appartenza piuttosto che a criteri di efficienza e merito⁹³.

“Non si era capito niente dello spirito della legge. La legge ti dice, tu crei un blocco che è la fondazione. La fondazione ha dentro la pancia una quota della banca ma la fondazione fa la fondazione. Quindi te ti immagini che chi gestisce la fondazione abbia un profilo di gestione e chi gestisce la banca abbia un altro profilo di professionalità [...] quindi c’era un problema non solo della cultura dell’imprenditorialità, di cultura della dirigenza della banca ma anche della cultura dei dirigenti consiglieri di amministrazione. Io avevo gente che era diplomata o aveva addirittura la 3° media, gente che guadagnava 5–600mila euro l’anno.

Non è quindi un caso che, nelle riflessioni sulla presunta maggiore “trasparenza” delle altre banche prese in esame, gli intervistati chiamassero in causa la funzione del mercato. La pressione della concorrenza contribuisce infatti a limitare le potenziali pressioni particolaristiche insite in ogni rete sociale. In questa prospettiva, la condizione di semimonopolio nel Monte dei Paschi in alcune aree del paese, l’influenza della dimensione politica e la presenza di legami strutturati con alcuni soggetti del territorio, hanno trasformato il “capitale sociale” dell’istituto senese⁹⁴ in un freno allo sviluppo di un modello di banca basato su una “sana e prudente gestione”, mentre la presenza di network contraddistinti da legami forti, hanno contribuito a dare vita a fenomeni di chiusura – *lock in* – e localismo regressivo [Grabher 1993].

Dal punto di vista teorico, l’approccio relazionale – tipico degli strutturalisti – sembra quindi più adatto per spiegare il mutamento di uno specifico modello piuttosto che di un intero settore. A differenza di quanto osservato a proposito della trasformazioni di alcune grandi imprese americane, nel caso delle altre due banche italiane prese in esame non

⁹³ Perotti Roberto, Il difficile mestiere del banchiere “senese”, Il Sole 24 Ore, 27/1/2013

⁹⁴ Trigilia Carlo, Il Monte dei Paschi senza il PCI, www.rivistailmulino.it, 28/1/2013

possiamo infatti imputare il processo di indirizzo e legittimazione delle decisioni strategiche, alla presenza di legami forti tra manager o tra manager e mondo finanziario. Diverso sembra invece il caso del Monte dei Paschi dove, proprio in virtù dell'influenza della collocazione della banca all'interno di una fitta rete di relazioni tra individui e organizzazioni differenti ma al tempo stesso strettamente interconnesse tra loro, l'azione dei vertici dell'istituto può essere letta come socialmente costruita. In altre parole, le strategie intraprese dai dirigenti del MPS riflettono i condizionamenti riconducibili ai caratteri delle loro reti di relazioni.

In conclusione, poiché la letteratura sulle fondazioni di origine bancaria è molto ampia, l'obiettivo di questo paragrafo non poteva essere la discussione generale del loro ruolo nella storia del sistema bancario italiano. Viceversa, l'enfasi sull'influenza della Fondazione di Palazzo Sansedoni è motivata dalle specificità della *governance* del MPS, che consente di descrivere le scelte strategiche dell'istituto senese come basate su processi isomorfici di tipo coercitivo, derivanti da pressioni di tipo politico. Nel MPS, infatti, al pari delle altre banche prese in esame, è possibile osservare l'operare congiunto del processo di intermediazione e di quello di "finanziarizzazione" degli attivi. Tuttavia, a differenza di Unicredit e Intesa, le origini e la rilevanza del fenomeno seguono una logica propria, legata più a ragioni di tipo politico che di efficienza, e quindi più facilmente interpretabili con gli strumenti dell'approccio strutturalista – per la dimensione relazionale – e del neoistituzionalismo sociologico – per quanto concerne il ruolo del potere –.

Questo paragrafo, alla luce delle inchieste ancora in corso e senza la pretesa di fornire un quadro esaustivo del sistema di relazioni operanti in MPS, ha dunque l'obiettivo di contribuire a rinforzare le conclusioni presentate nelle pagine precedenti a proposito della presenza di "pressioni politiche" nelle scelte strategiche, mettendo così in evidenza alcune criticità "strutturali" e di lungo periodo della banca senese.

Conclusioni

Davanti al consolidamento dei processi di globalizzazione e al progressivo ridimensionamento del ruolo dello stato, alcuni autori hanno messo in discussione la reale capacità dei contesti istituzionali nazionali di spiegare il comportamento delle imprese [Crouch e Streeck 1997]. Il permanere di modelli differenti di capitalismo è stato inoltre messo in discussione da un'ulteriore argomentazione che illustra come, nel medio periodo, i modelli meno coordinati presentino migliori capacità di adattamento ai vincoli posti dalla crescente internazionalizzazione dei mercati. Il risultato di questo processo sarebbe una convergenza nel tempo verso il modello anglosassone [Triglia, 2009]. In particolare, il ruolo di operatori e mercati finanziari – banche e borse –, influenzando in maniera significativa le strategie degli attori delle economie coordinate, occuperebbe una posizione centrale nel processo di convergenza. Dore [2000] è tra gli autori che più hanno messo in evidenza gli effetti e la portata del fenomeno ed è proprio dal suo contributo sull'evoluzione del capitalismo tedesco e di quello giapponese che abbiamo preso le mosse per la nostra ricerca. In questa prospettiva, le banche dei due paesi, sempre più attratte dalla possibilità di realizzare profitti investendo in prodotti finanziari e comportandosi come banche di investimento, ridimensionerebbero l'importanza del tradizionale rapporto di lungo periodo con le imprese manifatturiere per concentrarsi su strategie di breve termine. Nel nostro lavoro abbiamo quindi cercato di saggiare la reale portata dei processi di convergenza tra i differenti capitalismi dei paesi avanzati, con riferimento al ruolo delle banche nel sistema economico. La ricostruzione effettuata da Dore sulle tendenze che hanno caratterizzato le scelte politiche in Gran Bretagna e negli Stati Uniti a partire dagli anni '80 ha rappresentato infatti un punto di riferimento per individuare e descrivere le spinte che dovrebbero condurre verso un "modello unico" con al centro la "crescita dei profitti e del valore per l'azionista". In questa prospettiva, il capitalismo manageriale anglosassone sembra rappresentare un punto di approdo comune per tutte le società industriali: "un processo formato da molti filoni ma il cui elemento comune [...] è *marketization plus financialization*" [Dore, 2001, 35].

D'altra parte, come ha mostrato nei suoi lavori Dore, le banche non solo sarebbero attratte dalla possibilità di realizzare profitti in attività di tipo finanziario differenti da quelle tradizionali ma sarebbero anche sempre più spinte in questa ricerca dalle tendenze che investono sia le famiglie che le imprese. Di conseguenza, gli istituti si trovano a dover fronteggiare una duplice sfida: da un lato, i mercati finanziari sono sempre più coinvolti nel finanziamento delle aziende; dall'altro, le pressioni per lo spostamento dei risparmi verso i mercati finanziari, sono favorite e legittimate dalla crescente attenzione che la stampa – attraverso le rubriche su “finanze e famiglia” – e i consulenti specializzati dedicano al fenomeno, favorendo la diffusione dell'attività finanziaria come una fonte di reddito alternativa. Tutto ciò influenza la redditività delle banche che si vedono costrette a rispondere al declino dell'attività di erogazione di prestiti sia con lo sviluppo di servizi finanziari e di investimento, sia con la negoziazione per conto proprio [Dore, 2000].

A fronte di queste ipotesi formulate nella letteratura, le tesi ha cercato di indagare quale sia la reale portata di questi fenomeni. Anzitutto, a livello europeo, abbiamo verificato l'esistenza e la rilevanza di un eventuale processo di convergenza verso il modello anglosassone. In secondo luogo, è stato indagato più in profondità il caso italiano, per ricostruire – a livello esplorativo – il reale processo decisionale che ha portato ad accrescere il peso delle attività finanziarie nei bilanci degli istituti di credito. Per raggiungere tale scopo, ci siamo valse degli strumenti della sociologia economica e, in particolare, del contributo nel neoistituzionalismo, discusso nella parte finale del primo capitolo. Questo approccio, come noto, attira l'attenzione sul ruolo della dimensione culturale nel favorire e legittimare l'adozione di nuovi modelli istituzionali. L'attenzione alla dimensione culturale, infatti, può contribuire a sviluppare una lettura sociologica dei processi di mutamento. Una volta discusse le principali caratteristiche dei filoni teorici riconducibili al neoistituzionalismo sia di matrice economica che sociologica – richiamando, in particolare, i legami con la teoria economica evolutiva – abbiamo messo in evidenza le principali differenze tra i due approcci. Nella nostra prospettiva, ad esempio, lo sviluppo delle *routine*, essendo influenzato dalle istituzioni presenti in un determinato ambiente, ha principalmente una natura relazionale piuttosto che atomistica, mentre il meccanismo di selezione non può essere ricondotto alle sole

logiche di mercato. L'evoluzione e la selezione, soprattutto nel caso di organizzazioni meno sottoposte alla concorrenza, può essere infatti legata all'influenza dello stato o di standard professionali prevalenti. Il neoistituzionalismo è quindi più interessato allo studio di comportamenti omogenei di imprese e organizzazioni, mentre il filone evoluzionista, secondo un approccio schumpeteriano, focalizza la sua attenzione principalmente sulle differenze individuali [Magatti, 1997]. In questa prospettiva, data l'importanza della regolazione nel mondo bancario, abbiamo ritenuto utile ricorrere ai concetti sviluppati dal filone neoistituzionalista per descrivere e interpretare la profonda trasformazione che ha riguardato il settore negli ultimi anni.

Il riferimento al neoistituzionalismo sociologico si inserisce in un quadro teorico più ampio, quello della “nuova sociologia economica”, nel quale confluiscono anche i contributi del filone strutturalista, più attento al ruolo esercitato dalle reti sociali. Tuttavia, se nell'approccio strutturale la collocazione dei soggetti nelle reti di relazione prevale sulla motivazione, la posizione dei neoistituzionalisti – fortemente influenzata dalla svolta micro e dallo sviluppo della psicologia cognitiva – cerca di mettere in evidenza il ruolo autonomo dei fattori culturali. Accanto all' *embeddedness* strutturale, ed al ruolo esercitato dalle reti di relazioni sullo scambio e sui fenomeni economici, devono quindi essere considerate anche l' *embeddedness* cognitiva, con attenzione ai limiti della razionalità di fronte ai problemi di incertezza, complessità e costi dell'informazione; l' *embeddedness* culturale, con riferimento al ruolo svolto da valori, norme, ideologie nella costituzione e strutturazione delle relazioni di scambio; e, chiamando in causa il ruolo svolto dall'azione politica – e quindi delle scelte regolative – e degli effetti delle asimmetrie di potere sull'azione economica, l' *embeddedness* politica [Zukin e DiMaggio, 1990; Barbera e Negri, 2008].

Il punto di partenza della nostra analisi diventa così l' «ambiente istituzionale». Lungo questa prospettiva, gli attori non massimizzano un generico «interesse» individuale, ma perseguono un insieme di regolarità strutturate nei processi mentali che limitano l'esercizio del ragionamento economico e consentono di mettere in evidenza da un lato, il ruolo delle regole routinarie e, dall'altro, la funzione di schemi interpretativi e repertori di azione condivisi che aiutano a definire le identità e gli interessi individuali, oltre che le modalità per perseguirli, cioè le regole «regolative», sulle quali si concentra

in misura maggiore l'approccio economico. I vincoli istituzionali rendono così l'azione *ragionevole*, fornendo agli individui «repertori con cui costruire le proprie motivazioni e la propria identità; (definendo) ciò che ha valore [...] e le regole attraverso cui ciò che ha valore viene perseguito e collettivamente redistribuito» [Magatti, 1997, 464]. I soggetti individuali e collettivi non si basano unicamente né sulla posizione occupata all'interno dei reticoli sociali – come sostenuto dagli strutturalisti – né rincorrono una rigorosa scelta razionale delle soluzioni più efficienti, ma si affidano a quelle soluzioni che vengono considerate legittime e appropriate in un dato contesto, nel quale si collocano le loro relazioni sociali. Per questo vengono privilegiati gli studi comparati: l'intento è infatti quello di mettere in evidenza le aree di omogeneità nelle forme di organizzazione economica – isomorfismo – e spiegare l'inerzia degli assetti organizzativi nonché la possibile persistenza, nel caso sussistano le condizioni sociali adatte alla loro riproduzione, di formazioni economiche anche con livelli di inefficienza relativamente elevati.

Lungo questa logica, per essere considerate efficienti, le organizzazioni non seguono necessariamente criteri propri di razionalità ma si adeguano a convinzioni e procedure suggerite dall'ambiente esterno. Alla base dell'isomorfismo vi sono quindi potenti «miti razionalizzanti», ovvero credenze immaginarie rese plausibili da un discorso logico che legittimano convinzioni considerate razionalmente efficaci o conformi a un mandato legale, secondo una logica di crescente omogeneizzazione che, tuttavia, non significa necessariamente maggiore efficienza. Oltre una soglia critica, infatti, l'innovazione non agisce tanto sulle prestazioni quanto sul livello di legittimazione sociale, infondendo un valore che va al di là delle semplici esigenze tecniche.

L'introduzione e lo sviluppo della nozione di “campo organizzativo”, permetterà inoltre di superare la distinzione tra organizzazioni che subiscono e istituzioni che esercitano pressioni, consentendo così di evidenziare come i processi di isomorfismo non siano identici e lineari. La coerenza dei campi organizzativi è infatti alle origini dell'«isomorfismo istituzionale» in base al quale, «per adeguarsi alle pressioni ed alle esigenze dei campi organizzativi e degli ambienti istituzionali gli attori adeguano le loro pratiche a quelle invalse e accettate» [Barbera e Negri, 2008, 76]. Ma, poiché le forme di isomorfismo si differenziano sulla base delle modalità e della rapidità con la quale si

sviluppano, possiamo individuare tre meccanismi differenti per descrivere il cambiamento isomorfico istituzionale. L'«isomorfismo coercitivo», che trae origine dall'influenza politica e dal problema della legittimità, mette in evidenza le pressioni esterne che obbligano l'organizzazione a conformarsi; l'«isomorfismo mimetico», dove l'imitazione, derivando da risposte standardizzate a situazioni contraddistinte da incertezza, agisce come un surrogato della certezza; e l'«isomorfismo normativo», che si collega alla professionalizzazione. In questo caso, la scelta non deriva né dalla costrizione né dall'incertezza, ma dalla comprovata consapevolezza della superiorità delle nuove pratiche rispetto alle vecchie.

A questo punto, nel terzo capitolo siamo passati ad un tentativo di verifica empirica del processo di convergenza. L'obiettivo è stato duplice: da un lato, abbiamo tentato di problematizzare il “modello” di Dore, descrivendo come, nonostante la presenza di pressioni comuni, la convergenza non sia in realtà un processo scontato; dall'altro, si è cercato di mostrare come, all'interno di uno stesso quadro istituzionale, possono ancora sussistere differenze nelle strategie adottate dai principali gruppi bancari nazionali.

Il primo quesito riguarda quindi la reale portata dei processi di convergenza. In questo caso l'ipotesi era che, nonostante la presenza di una tendenza comune, i principali paesi mantenessero una sostanziale diversità sia per quanto concerne i modelli di *corporate governance* prevalenti sia rispetto alle caratteristiche dei sistemi bancari e finanziari. Dopo aver discusso gli aspetti regolativi riferiti alla *corporate governance* delle imprese il passaggio successivo è stato la verifica del modello rispetto alle strategie adottate a livello europeo dai principali intermediari. A questo proposito due erano le implicazioni principali in termini di ipotesi: da un lato, veniva ipotizzata una crescita costante della componente legata alla finanza, con “banche (che) rispondono al declino dell'attività di erogazione di prestiti con lo sviluppo dei servizi finanziari e di investimento oltre che (con la) negoziazione per conto proprio”; dall'altro, come diretta conseguenza della prima ipotesi, il sentiero tracciato avrebbe condotto – anche in virtù della sempre maggiore concorrenza internazionale – a una graduale convergenza di “tutte le banche verso un modello unico” [Dore 2001]. La letteratura disponibile sul terreno della ricerca empirica porta elementi a sostegno della prima ipotesi. In particolare, ci siamo riferiti al lavoro presentato da Pierobon [2009, pp. 77–97] che, attraverso dati di bilancio, ha

preso spunto dall'analisi della redditività dell'attività creditizia per poi mostrare come gli intermediari europei si siano gradualmente spostati – anche attraverso l'uso della leva finanziaria per incrementare il rendimento dei capitali investiti – dall'attività tradizionale ai mercati finanziari. Il periodo di riferimento è stato il decennio compreso tra il 1997 e il 2007, una fase racchiusa tra le trasformazioni intervenute a livello giuridico e l'inizio della crisi finanziaria globale. Parliamo quindi di un periodo particolarmente “fertile” per indagare le trasformazioni intervenute.

La nostra analisi, che ha comunque un carattere prevalentemente esplorativo, pare in prima battuta confermare la tesi di Dore. In particolare, l'evoluzione del margine di interesse – calcolato come la differenza tra redditività degli impieghi e costo della raccolta –, che rappresenta l'attività tradizionale, mostra per il campione di banche aggregato a livello europeo un dimezzamento tra il 1997 e il 2007. Nonostante ciò, tale evoluzione, pur presentando un andamento comune, evidenzia significative differenze tra i singoli paesi. Così, se in Italia e Spagna la redditività dell'attività bancaria tradizionale ha mantenuto livelli più elevati, gli altri paesi mostrano una consistente riduzione [Pierobon, 2009]. Diventa quindi importante comprendere le ragioni di tale differenziazione. In altre parole, sono le banche che si spostano verso attività più remunerative, ridimensionando così il peso delle attività tradizionali – effetto *pull* – o sono le imprese e le famiglie che iniziano a utilizzare e richiedere strumenti innovativi – effetto *push* –?

Da una prima analisi non sembra quindi verificata l'ipotesi della convergenza. Le condizioni istituzionali continuano a influenzare le strategie degli intermediari e nonostante sia evidente – almeno fino agli albori della crisi finanziaria – che il contributo delle attività tradizionali decresce nel tempo, non possiamo parlare di un approdo verso un modello unico per quanto riguarda le strategie bancarie.

La seconda ipotesi che abbiamo cercato di verificare era invece direttamente collegata alle risposte dei singoli istituti al declino delle attività tradizionali. Le analisi presentate mostrano come, in un contesto di continua espansione dei bilanci, il rapporto tra credito alla clientela e totale dell'attivo diminuisce nel tempo – passando dal 47% al 35% –. Le banche “sono quindi cresciute molto negli ultimi anni (mentre) la redditività dell'attività creditizia tradizionale è diminuita, in corrispondenza della diminuzione della stessa sui

bilanci” [Pierobon 2009, 81]. In questa prospettiva, la compressione del margine di interesse sembra quindi avvenuta in un contesto dove le banche hanno gradualmente spostato le risorse verso attività più remunerative, come la finanza o l'*investment banking*, a scapito dell'attività creditizia tradizionale. A livello aggregato, infatti, a fine 2007 gli attivi di natura finanziaria, che rappresentavano il 44%, avevano sorpassato quelli di natura creditizia, passati da oltre il 45% nel 1997 al 35%. Dal punto di vista metodologico, il dato relativo alle attività finanziarie comprende tutte le poste fruttifere dell'attivo diverse dai crediti alla clientela, quindi titoli governativi e corporate, partecipazioni azionarie, prodotti strutturati e interessenze in veicoli, il *fair value* positivo dei derivati e i crediti interbancari. Anche in questo caso, però, se dal dato aggregato spostiamo l'attenzione sui singoli paesi, il livello di finanziarizzazione degli attivi mostra andamenti abbastanza differenti. Così, mentre i *trading assets* sul totale dell'attivo sono piuttosto consistenti per le banche tedesche e francesi, il caso italiano e quello spagnolo mettono in evidenza un diverso andamento. Pertanto, pur in presenza di una comune tendenza verso la de intermediazione, gli istituti dei paesi europei mostrano il permanere di differenze sostanziali nella composizione degli attivi.

Il modello proposto da Dore sembra quindi più adatto per cogliere alcune dinamiche che si sono verificate nel caso tedesco senza però essere pienamente estendibile agli altri assetti istituzionali. Ad esempio, osservando l'andamento dei derivati finanziari nei bilanci dei principali istituti – attorno al 30% per i soggetti maggiormente attivi nel segmento –, il dato relativo a Deutsche Bank, con il 9% dei crediti sul totale attivo, rappresenta un caso eclatante. “L'espansione del bilancio della banca per circa 435 miliardi di euro tra il 2006 e il 2007 (+28%) è (infatti) imputabile per circa due terzi all'aumento del *fair value* dei derivati in portafoglio, passato da 320 miliardi di euro a 600 miliardi di euro circa (+87%)” [Pierobon 2009, pp. 83–85]. Ciò che è inoltre interessante sottolineare è come il processo di finanziarizzazione non abbia riguardato soltanto gli attivi delle banche. A partire dal 2001, infatti, il tasso di crescita delle componenti creditizie dell'attivo è stato superiore a quello dei depositi facendo sì che, tanto il nuovo credito quanto i nuovi investimenti, siano stati finanziati ricorrendo soprattutto ai mercati finanziari.

L'ultima dimensione presa in esame è stata quella relativa alla leva finanziaria, ovvero al rapporto tra attivi e patrimonio netto. Tuttavia, anche in questo caso, se dal dato aggregato a livello europeo spostiamo l'attenzione sui singoli contesti nazionali, diventa evidente il permanere di "equilibri multipli". Il *leverage* delle banche presenti nel campione – al 31 dicembre 2007 – varia infatti tra il 52% di Deutsche Bank e l'11% di Intesa Sanpaolo, con ripercussioni significative sulle dinamiche nazionali. Così, se Italia e Spagna mostrano un andamento simile, il caso della Germania – proprio in virtù del peso di DB nel campione – rappresenta invece una situazione radicalmente diversa.

L'analisi dei bilanci dei principali istituti bancari europei non conduce quindi a conclusioni nette, non sembra infatti emergere una chiara tendenza alla convergenza verso il modello anglosassone. Inoltre, mentre per quanto concerne la gestione delle imprese siamo forse in presenza della formazione di un idealtipo europeo, capace di fondere assieme elementi del modello anglosassone e del modello renano-nipponico, per quanto riguarda le strategie adottate delle principali banche europee non sembra invece affermarsi un "modello unico". Ciò che emerge è infatti la presenza di un andamento comune a livello aggregato che tuttavia maschera modelli nazionali fortemente differenziati sia rispetto al peso dell'attività tradizionale sia nei confronti del peso degli attivi di natura finanziaria.

Il passo successivo – affrontato nel quinto capitolo –, è stato il tentativo di spiegazione del secondo punto preso in esame. Attraverso uno studio esplorativo di tipo qualitativo, abbiamo approfondito il caso italiano, cercando di individuare e descrivere le ragioni sociali che possono spiegare tanto la diminuzione del margine di interesse quanto la crescita della dimensione finanziaria. Anzitutto, ci siamo chiesti perché, nonostante il pieno recepimento di direttive europee, il comportamento delle banche a livello aggregato mostri un andamento differente dal dato di altri paesi. Per rispondere a tale quesito nel quarto capitolo abbiamo ricostruito l'evoluzione del sistema bancario italiano a partire dalla legge bancaria del 1936, approfondendo anche gli effetti delle riforme sui modelli di *corporate governance* delle imprese. Inoltre, poiché il dato aggregato rappresenta la media di comportamenti differenti, il secondo interrogativo ha cercato di ricostruire il processo decisionale all'interno dei tre istituti osservati. Nelle nostre ipotesi, infatti, proprio in virtù dei condizionamenti esercitati dalla *path*

dependence, avevamo teorizzato il permanere di comportamenti differenti nei tre intermediari indagati. L'analisi del contesto italiano evidenzia come i possibili guadagni di efficienza connessi con la separazione tra proprietà e controllo siano ridimensionati dall'operare di strumenti distorsivi – strutture piramidali, partecipazioni incrociate o patti di sindacato –. Si osserva inoltre, anche in virtù del peso rilevante della partecipazione pubblica, un ruolo marginale del mercato finanziario e un sottodimensionamento rispetto al Pil degli istituti bancari. Le banche, infatti, pur svolgendo un ruolo centrale nella raccolta del risparmio presso le famiglie, sembrano orientate verso l'attività creditizia tradizionale piuttosto che l'*investment banking* e la finanza aziendale, mentre si registra una sostanziale assenza degli investitori istituzionali.

Il quadro si modifica nel corso degli anni Novanta quando, sotto la pressione dell'UE, si susseguono profondi interventi normativi. Nel dettaglio, si tratta del *Testo unico bancario* (TUB) (1993) che, intervenendo profondamente nel mondo dell'intermediazione creditizia, introduce il modello della banca universale alla tedesca ponendo così fine al regime di separazione tra banca e industria che, a partire dagli anni '30, aveva ispirato il sistema finanziario italiano; della *Legge sulle privatizzazioni* (1994) che, con la dismissione di attività per oltre 137 miliardi di euro, introduce il dibattito sul tipo di assetto da dare alle imprese privatizzate – nucleo stabile o *public company* –; del *Testo unico della finanza* (TUF) (1998), ovvero la normativa che ha innovato maggiormente, riconoscendo, con il fine di favorirne lo sviluppo, il ruolo dei mercati finanziari e della tutela degli azionisti; del *Codice di autodisciplina per le società quotate* (1998) che, collocandosi nel solco del TUF, segna l'adesione piena al principio dello *shareholder value*, della *Riforma del diritto societario* (2003) che, allargando l'orizzonte sulle società non quotate, ha facilitato l'accesso ai mercati delle PMI e dotato le aziende di modelli societari flessibili; ed infine della *Legge sul risparmio* (2005), approvata con l'intento di rafforzare i controlli societari e quelli interni [Barucci, 2012]. In questo processo il ruolo dell'Unione Europea è stato cruciale, tanto nella ridefinizione delle funzioni dello Stato nell'economia quanto nella trasformazione degli assetti bancari e finanziari italiani [Barucci e Pierobon, 2010]. Si tratta di un fenomeno che, dato il contesto politico ed economico in cui sono maturate

tali decisioni, può essere ricondotto a pressioni isomorfiche di tipo coercitivo. In questo senso, “è sicuramente inappropriato parlare di un “disegno” nel processo di privatizzazione [Barucci e Pierobon, 2007, 38].

Anzitutto, nei confronti delle strategie volte a favorire lo sviluppo dei mercati finanziari, gli obiettivi del processo di privatizzazione sono stati principalmente tre. Anzitutto, con la dismissione delle partecipazioni statali, si è cercato di inspessire i mercati finanziari incoraggiando la crescita dell’azionariato popolare; il secondo obiettivo era finalizzato al coinvolgimento degli investitori istituzionali; il terzo, infine, metteva al centro la promozione dell’afflusso di capitali dall’estero. Dall’analisi dell’andamento della capitalizzazione del mercato azionario e delle caratteristiche degli investitori possiamo notare come due dei tre obiettivi possono dirsi parzialmente raggiunti: il ruolo delle famiglie e quello degli investitori esteri è cresciuto in misura rilevante mentre il dato sugli investitori istituzionali non mostra un incremento significativo [Barucci e Pierobon, 2007, 103]. A questo proposito, anche grazie all’evoluzione normativa del TUB, il raggiungimento dell’obiettivo di costruire nuclei stabili attraverso il coinvolgimento attivo delle banche – come garanti della stabilità degli assetti proprietari –, sembra essere deludente: le banche entrano nel capitale di aziende con modesta redditività e situazioni finanziarie critiche. Gli istituti di credito non sembrano quindi svolgere nessun ruolo nella *governance* delle imprese, limitandosi così alla sola funzione di creditori. Viene quindi esclusa l’idea che le banche abbiano avuto una funzione rilevante negli assetti proprietari delle società quotate [Barucci e Mattesini, 2006]. La presenza di un sistema bancario forte nelle attività *retail* ma debole nei servizi di gestione finanziaria (*corporate finance*) o di riorganizzazione societaria (*investment banking*), la carenza di investitori istituzionali – che scontano il ritardo nello sviluppo dei fondi pensione –, il mancato consolidamento dei *corporate bonds* e la fragilità dell’offerta di *venture capital* mettono così in evidenza i limiti del processo di riorganizzazione dei servizi finanziari e non finanziari [Costi e Messori, 2005, pp. 16–17].

In secondo luogo, per quanto concerne l’evoluzione del sistema bancario italiano, tra la fine del 2005 e il 2007, con la conclusione del governatorato di Fazio (1993–2005), il settore si inserisce all’interno dei processi europei di aggregazioni transfrontaliere –

come nel caso dell'olandese ABN AMRO e delle francesi BNP e Crédit Agricole – e nazionali, con la creazione di Unicredit e Intesa Sanpaolo, cui si associa l'espansione delle banche popolari con la costituzione del Banco Popolare Italiano e della Unione di Banche Italiane. Diverso è stato invece il caso dei gruppi bancari e delle banche di piccole o medie dimensioni – originariamente casse di risparmio o con struttura proprietaria di tipo cooperativo – che nel tempo sono riuscite ad accrescere le loro quote di mercato, realizzando una significativa espansione nel Mezzogiorno [Messori, 2012, pp. 149–151].

Dalla ricostruzione storica emerge quindi come il mercato finanziario italiano continui a mantenere evidenti specificità. La lenta trasformazione descritta nelle pagine precedenti ha infatti modellato un settore bancario posto in una posizione di sostanziale monopolio nell'intermediazione della ricchezza di famiglie e imprese. Da un lato, la permanenza di un capitalismo di tipo “familiare” si associa alla scarsa propensione degli investitori italiani a detenere azioni e obbligazioni *corporate* e delle famiglie a incrementare in maniera analoga a quanto avvenuto a livello europeo le quote di fondi comuni, l'acquisto di polizze assicurative o i versamenti a fondi pensione. Dall'altro, i portafogli delle famiglie presentano una forte esposizione nei confronti dei titoli obbligazionari bancari mentre sia le grandi che le piccole imprese, anche in virtù del numero circoscritto di aziende quotate, mostrano una forte dipendenza dai prestiti bancari, con un uso molto selettivo degli strumenti più sofisticati come il *private equity*. Il risultato è stato che il settore bancario italiano, proprio a causa della specializzazione nelle attività *retail* e in quelle di *corporate* tradizionale, ha dovuto finanziare il divario strutturale (*funding gap*) tra l'ammontare degli impieghi tradizionali e la raccolta attraverso l'indebitamento nel mercato interbancario e la collocazione di obbligazioni sia su mercati internazionali che, soprattutto, nazionali. Inoltre, l'aver fondato buona parte della loro redditività sui crediti alle imprese e sull'amministrazione della ricchezza delle famiglie ha ridimensionato la capacità delle banche italiane di ridurre la dimensione degli attivi (*deleveraging*) e ciò, assieme al divario strutturale, le ha rese particolarmente vulnerabili alla crisi “reale” e alle oscillazioni di mercato dei titoli di debito sovrano, con conseguenti problemi di liquidità nel mercato interbancario [Messori, 2012, pp. 146–147]. Secondo questa letteratura, le banche italiane hanno

sfruttato solo in parte le opportunità offerte dalla nuova regolazione mentre hanno ampliato la loro attività tradizionale, con almeno due conseguenze negative per l'economia italiana. Da un lato, il ruolo degli intermediari nello sviluppo dei mercati finanziari è stato contenuto e, dall'altro, il consolidamento delle imprese attraverso il credito bancario non ha fornito adeguati incentivi per la crescita. La persistenza di alcuni elementi – come il numero ridotto di imprese quotate, la presenza di elementi distorsivi o la ridotta dimensione dei mercati finanziari – che spiegano la performance italiana a livello macro.

Giunti a questo punto, il secondo quesito preso in esame è legato alle tendenze riscontrate a livello micro. Nel quinto capitolo ci siamo quindi domandati se, all'interno del medesimo contesto istituzionale, le principali banche del paese hanno adottato le stesse strategie e su quali basi hanno preso le loro decisioni. Naturalmente si è trattato di un'analisi esplorativa, che non può esaurire né la complessità del sistema bancario italiano né le sue interdipendenze ma che tuttavia può essere utile per fornire una rappresentazione dell'azione economica come socialmente costruita.

Analogamente a quanto fatto a livello macro, nella prima parte ci siamo concentrati su indicatori di bilancio mentre nella seconda, attraverso una serie di interviste a testimoni privilegiati, abbiamo tentato di ricostruire l'influenza delle variabili sociali sulle decisioni. Dal punto di vista operativo, quindi, l'obiettivo è stato quello di verificare sia il ruolo delle variabili culturali, e la presenza di processi isomorfici, sia l'influenza delle reti di relazioni nelle decisioni strategiche.

I tre istituti presi in esame sono stati Unicredit, Intesa Sanpaolo e Monte dei Paschi di Siena che insieme possono essere considerate le principali banche italiane. La prima dimensione indagata è stata il totale dell'attivo. Nel decennio 1997–2007 tutti e tre gli istituti, sulla scorta delle fusioni e delle acquisizioni realizzate – anche a livello europeo –, hanno fatto registrare un incremento consistente dei loro bilanci, seppur con livelli talvolta molto distanti. Così, se a partire dal 2005 la crescita di Unicredit è stata particolarmente consistente, MPS registra invece una tendenza stabile nel tempo mentre il consolidamento dell'attivo di Intesa San Paolo presenta un trend meno lineare e più contenuto. Differenze meno marcate emergono guardando l'evoluzione del margine di interesse, mentre si registra uno scarto maggiore se ne osserviamo l'andamento nel

tempo. Così, nonostante MPS e Intesa SanPaolo evidenzino un trend sostanzialmente simile, la diminuzione dei margini derivanti dell'attività bancaria tradizionale è invece molto più marcata nel caso di Unicredit. Viceversa, se spostiamo l'attenzione sul livello complessivo di "finanziarizzazione", il combinato di titoli finanziari e crediti ad altre istituzioni finanziarie raggiunge nel 2007 il 27% per Mps, il 31% per Intesa e il 34% per Unicredit. Scendendo nel dettaglio, possiamo osservare come la progressiva finanziarizzazione degli attivi presenti un andamento simile seppur con un livello di intensità differente. Così, se nel periodo compreso tra il 1997 e il 2003 la percentuale di *securities* è sostanzialmente la stessa – oscillando tra il 15 e il 20% –, in concomitanza con la crescita della capitalizzazione del mercato azionario, Unicredit registra un ampliamento consistente del comparto finanziario a cui fanno seguito l'anno successivo incrementi analoghi degli altri due istituti – più contenuti per Intesa SanPaolo e più rilevanti per MPS –. L'ultima dimensione presa in esame è legata alla leva finanziaria. In questo caso, però, diversamente dalle altre variabili indagate, sia l'andamento del fenomeno che la sua intensità, registrano valori piuttosto simili, con MPS che oltretutto presenta negli ultimi anni una leva più contenuta.

La ricostruzione dei fattori di contesto, attraverso le riflessioni dei testimoni privilegiati, ha rappresentato un passaggio fondamentale per comprendere le origini, le traiettorie e l'intensità dei processi di finanziarizzazione delle banche italiane. A questo proposito, le riforme hanno sicuramente prodotto una revisione delle strategie. In particolare, con il recepimento delle direttive europee, e quindi con il riconoscimento della banca come impresa, vengono introdotti i concetti di concorrenza e di autonomia decisionale che conducono al superamento del modello tradizionale e all'introduzione della banca universale. Ci siamo quindi domandati perché, nel nuovo contesto competitivo, le opportunità siano state colte in maniera differenziata da soggetti operanti all'interno di uno stesso ambiente istituzionale.

Il passo successivo è stato quindi quello di ricostruire quali sono stati i fattori di agenzia che possono spiegare tanto l'intensità quanto l'evoluzione temporale dei processi di intermediazione e finanziarizzazione degli attivi dei tre istituti presi in esame. Attraverso una serie di interviste a testimoni privilegiati si è quindi cercato di descrivere l'evoluzione e le caratteristiche del processo decisionale che ha condotto alla crescita

degli attivi di natura finanziaria. Se alcuni indicatori possono essere in parte spiegati con variabili di tipo strutturale, che chiamano in causa la differente composizione dei clienti degli istituti, per spiegare le ragioni che hanno influito sull'intensità e l'evoluzione temporale del processo di finanziarizzazione degli attivi – con Unicredit che anticipa gli altri intermediari e MPS che, nonostante un bilancio più contenuto, presenta livelli di finanziarizzazione particolarmente elevati – abbiamo spostato l'attenzione dalla dimensione strutturale a quella culturale e relazionale. In altre parole, abbiamo cercato di individuare una spiegazione sociologica del processo di finanziarizzazione degli intermediari bancari che, attraverso variabili frutto di processi sociali, spieghi la diversa configurazione del fenomeno. Sono stati quindi presi in esame gli effetti sulle decisioni strategiche derivanti dalla collocazione dei soggetti all'interno di precise reti sociali, dal ruolo autonomo dei fattori culturali e dall'influenza della dimensione politica, connessa con gli interessi e i rapporti di potere dei differenti gruppi. Infine, accanto alle pressioni di tipo isomorfo e all'influsso delle dinamiche relazionali, abbiamo considerato un ulteriore elemento: quello della performatività delle teorie economiche.

Il punto di partenza è rappresentato dall'origine del fenomeno, ci siamo quindi domandati in quale ambito abbia avuto inizio la trasformazione. In maniera analoga a quanto riscontrato nella ricerca di Fligstein sulle imprese americane, il panorama che emerge dalle interviste mostra come il mutamento abbia inizio all'interno delle singole imprese. Nonostante ciò, tale trasformazione pare slegata dai rapporti che si creano tra i diversi soggetti, essendo piuttosto influenzata dalla creazione di "unità finanziarie" dedicate alla produzione e alla gestione delle nuove attività finanziarie. Il primo quesito al quale abbiamo cercato di dare risposta è quindi legato all'evoluzione nel tempo del processo di finanziarizzazione. Perché Unicredit inizia per prima e con livelli più sostenuti rispetto alle altre due banche? Dalle interviste emerge sia il ruolo giocato dall'amministratore delegato nell'avviare e guidare la trasformazione sia quello del management. In altre parole, la presenza di manager particolarmente aperti alle esperienze internazionali, pare aver contribuito al consolidamento di un modello di banca inusuale per il contesto italiano. In questo senso, possiamo parlare di isomorfismo normativo applicato al modello bancario. Così, mentre nel caso di Unicredit, il processo di finanziarizzazione ha prevalentemente un'origine endogena, anche se limitata alla

“divisione finanziaria”, per quanto concerne il MPS, la trasformazione ha una natura esogena e politicamente indotta. Ancora diverso pare essere il caso di Intesa San Paolo, per il quale possiamo parlare di un processo di trasformazione interpretabile con i concetti di isomorfismo mimetico, derivante dall’applicazione di risposte standardizzate o ritenute legittime in situazioni contraddistinte da incertezza.

Analogamente a quanto descritto nelle ricerche sulla *corporate governance* delle imprese statunitensi, non è quindi l’efficienza della nuova dimensione finanziaria che ne decide l’affermazione attraverso la prova della concorrenza e, come abbiamo visto soprattutto nel caso di MPS, non esiste un’unica via per l’efficienza. Non a caso la spinta alla trasformazione può essere spiegata con chiavi di lettura diverse. Così, mentre all’interno di Unicredit il processo di finanziarizzazione prende forma sulla base di una logica autonoma, interpretabile in termini di isomorfismo normativo, Intesa San Paolo, anche attraverso il diretto coinvolgimento di soggetti in precedenza coinvolti nell’esperienza di Unicredit, sembra invece imitarne le strategie; possiamo quindi parlare di isomorfismo mimetico. Differente è infine il caso del Monte dei Paschi. Le trasformazioni intervenute nella banca senese, infatti, proprio a causa delle pressioni di tipo politico esercitate attraverso la fondazione, possono essere meglio descritte nei termini di isomorfismo coercitivo. Diversamente, l’influenza esercitata dalle reti sociali pare essere molto più ambigua. In altre parole, data l’elevata concorrenza e il ruolo giocato dalle divisioni finanziarie, le reti tra soggetti differenti sembrano essere state sostanzialmente ininfluenti.

Il passo successivo è stato quello di individuare il ruolo degli attori esterni – analisti, investitori istituzionali, fondazioni di origine bancaria e stampa specializzata – nel legittimare od ostacolare la trasformazione. A questo proposito, per quanto concerne l’influenza degli investitori istituzionali e il contributo della cultura finanziaria, il contesto italiano sconta quei ritardi che abbiamo prima illustrato mentre risulta ambiguo il ruolo degli analisti e delle fondazioni di origine bancaria. La figura degli analisti viene infatti aspramente criticata da tutti gli intervistati che mettono in evidenza i rischi derivanti da una visione eccessivamente sbilanciata sul breve termine. Nonostante ciò, a differenza di quanto osservato da Dobbin per il caso americano, in Italia la loro influenza nell’orientare e guidare la trasformazione è stata marginale. Inoltre, dato il

peso trascurabile dei fondi pensione e di investimento, un ragionamento simile può essere fatto a proposito degli investitori istituzionali. Negativo si conferma anche il giudizio sulla stampa specializzata che spesso ha ricoperto un ruolo passivo, di adattamento e legittimazione dell'esistente, più che di indirizzo. Le Fondazioni, invece, hanno avuto una funzione differente a seconda del tipo di intermediario analizzato; hanno giocato un ruolo rilevante nel caso del Monte dei Paschi di Siena mentre sembrano essere state meno influenti nel caso delle altre due banche indagate. Il richiamo al contributo delle fondazioni nelle scelte consente inoltre di illustrare il ruolo della dimensione politica.

L'ultimo quesito preso in esame ha riguardato il futuro delle banche e, in particolare, il tema della convergenza verso un "modello unico". Dalle opinioni degli intervistati il contesto italiano pare essere destinato a una sostanziale differenziazione in due gruppi di intermediari: da un lato, la sempre maggiore internazionalizzazione delle due più grandi banche italiane, nonché le caratteristiche delle imprese di riferimento, evidenziano un percorso comune che sembra dover caratterizzare il futuro sviluppo di Unicredit e Intesa SanPaolo, mentre, dall'altro, il MPS pare destinato a rimanere ancorato a un contesto prevalentemente nazionale. Alla luce delle considerazioni espresse, l'evoluzione delle strategie delle principali banche italiane sembra quindi risentire dell'evoluzione storica del contesto, confermando così le ipotesi sul ruolo degli assetti istituzionali precedenti e quindi sull'influenza del fenomeno della *path dependence*. L'analisi delle origini e dell'evoluzione delle trasformazioni ha inoltre consentito di mettere in evidenza l'influenza delle dinamiche sociali e, in particolare, il ruolo dei soggetti interni. La ricostruzione della trasformazione sottolinea infine la presenza di possibili effetti performativi connessi con l'affermazione di alcune "visioni" dell'economia; l'ipotesi di performatività delle teorie economiche, pur risultando estremamente difficile da cogliere in maniera empirica, sembra quindi trovare elementi di sostegno con le considerazioni espresse dai soggetti intervistati.

In conclusione, dal punto di vista teorico questo lavoro ha cercato di mostrare come il processo di finanziarizzazione delle banche possa essere considerato come socialmente costruito. In questo senso, concentrando l'attenzione sul solo caso italiano, abbiamo cercato di fornire una spiegazione sociologica del fenomeno. L'analisi del

comportamento delle imprese bancarie all'interno di uno stesso contesto istituzionale e la ricostruzione delle origini del processo di finanziarizzazione degli attivi dei principali gruppi italiani ha infatti consentito di distinguere tre percorsi differenti. In particolare, il caso di Unicredit presenta alcune specificità legate al ruolo della divisione finanziaria che contribuisce a spiegare perché l'istituto abbia iniziato per primo, e con livelli superiori agli altri due intermediari, la trasformazione delle proprie strategie. L'azione del management della divisione finanziaria di Unicredit sembra infatti seguire una logica non direttamente legata al problema della riduzione del margine di interesse ma piuttosto riconducibile al tentativo di modernizzazione dell'esperienza della banca attraverso l'utilizzo di pratiche e strategie più diffuse a livello internazionale e per questo interpretabile con il concetto di isomorfismo normativo. In questo senso, la presenza di risorse interne qualificate, che potenziano la "capacità di assorbimento" delle risorse esterne, ha consentito di cogliere le nuove occasioni connesse con la trasformazione del contesto istituzionale [Cohen e Levinthal 1989, 1990]. Ragionamenti differenti possono essere invece fatti per i casi di Intesa San Paolo, dove la trasformazione pare dipendere in misura maggiore da forme isomorfiche di tipo mimetico, e del Monte dei Paschi di Siena, dove la crescente finanziarizzazione può essere spiegata con pressioni coercitive di tipo politico che nel complesso hanno modificato in profondità le caratteristiche della cultura bancaria di riferimento.

Nonostante ciò, l'elemento che sembra accomunare le diverse esperienze è riconducibile al ruolo giocato delle innovazioni in campo finanziario – effetto *pull* –. Nella diffusione e produzione dei nuovi strumenti sono stati infatti centrali i contributi del marketing e la presenza di una rete capillare di sportelli che hanno promosso e diffuso le innovazioni finanziarie. In questo senso l'innovazione, creata all'interno delle stesse aziende bancarie attraverso la costituzione di unità finanziarie dedicate, è stata principalmente guidata dalle esigenze degli istituti di credito piuttosto che da trasformazioni della domanda. Pare quindi ridimensionata l'enfasi posta da Dore [2000] sulle trasformazioni strutturali: non sembrano essere infatti le imprese e le famiglie a richiedere – effetto *push* – la produzione e la commercializzazione di prodotti sempre più sofisticati.

Così, poiché la creazione delle unità finanziarie appare in parte slegata dalle richieste della clientela, la questione del rapporto causale tra riduzione del margine di interesse e crescita delle attività finanziarie rimane ancora un problema aperto. A questo proposito, la letteratura di matrice economica mette in evidenza la presenza di un collegamento tra la riduzione della redditività dell'attività tradizionale e la crescita degli attivi di natura finanziaria mentre le interviste sembrano descrivere un legame meno rilevante tra le due dimensioni. Dal punto di vista economico, ad esempio, il tasso Euribor, diminuito molto con la contrazione dei tassi di politica monetaria, ha influito in maniera negativa sul reddito dagli attivi mentre il costo delle passività, rimasto in larga parte stabile, ha comportato una compressione del margine di interesse. Questa lettura trova conferma nelle opinioni dei testimoni privilegiati, che sottolineano come i bassi tassi di interesse ridimensionassero il guadagno legato alle attività tradizionali di intermediazione. Nonostante ciò, sono gli stessi intervistati a evidenziare la crescita sostanzialmente endogena delle innovazioni finanziarie. Da un lato, infatti, la consistente riduzione dei tassi più che alla ricerca di nuovi strumenti per aumentare la redditività ha messo in evidenza il problema dei costi – soprattutto legati al personale – e del ritardo tecnologico; dall'altro, il rapporto ambiguo tra domanda – delle imprese e delle famiglie – e offerta di prodotti finanziari innovativi – da parte delle banche – rimane ancora di difficile interpretazione. Non è infatti presente un chiaro nesso causale tra struttura produttiva e attività finanziarie, e ciò contribuisce a spiegare perché la crescita dei *trading assets* non ha condotto a una trasformazione dei modelli di governo delle imprese. In altre parole, nonostante dal punto di vista economico sia evidente che la riduzione del tasso Euribor ha influito sul rendimento dell'attività tradizionale, le interviste non consentono di distinguere in maniera chiara la relazione tra le due variabili. Non possiamo quindi affermare che la dimensione finanziaria si sia affermata in sostituzione dell'attività tradizionale né che la struttura produttiva abbia guidato e incentivato tale trasformazione. Il rapporto causale tra riduzione del margine di interesse e crescita delle attività finanziarie rimane quindi un problema aperto.

In conclusione, dalla ricostruzione effettuata emerge l'importanza dell'aspetto isomorfo e, per quanto concerne la “capacità di assorbimento” delle opportunità offerte dal mutamento del contesto istituzionale, il ruolo delle risorse interne. Le

interviste hanno inoltre consentito di descrivere una trasformazione avvenuta in maniera apparentemente autonoma e ciò consente di interpretare le decisioni come un processo socialmente costruito. Infine, per quanto concerne il dibattito sulla convergenza dei modelli di capitalismo, l'analisi sulle trasformazioni avvenute nel contesto normativo, nella struttura del sistema finanziario e nelle strategie dei principali intermediari bancari, sembra confermare la permanenza di equilibri multipli riconducibili al fenomeno della *path dependence* piuttosto che l'affermazione di un modello unico.

Bibliografia

- Almond G. e Powell G. [1966], *Comparative Politics. A developmental Approach*, Boston, Mass., Little Brown & Co., trad. It., *Politica Comparata*, Bologna, Il Mulino, 1970.
- Amable B. [2003], *The Diversity of Modern Capitalism*, Oxford, Oxford University Press.
- Amato G., *È tempo di completare la mia riforma*, Il Sole 24 Ore, 3/2/2013
- Aoki, M. [1994], *The Japanese Firm as a System of Attributes, A Survey and Research Agenda*, in M. Aoki e R. Dore [a cura di], *The Japanese Firm, Sources of Competitive Strength*, Oxford, Clarendon Press.
- Bagnasco A., et al. [2001], *Capitale sociale. Istruzioni per l'uso*, Bologna, Il Mulino.
- Banca d'Italia [2013], *Principali interventi di vigilanza sul gruppo Monte dei Paschi di Siena*, www.bancaditalia.it
- Barbera F., Negri N. [2008], *Mercati, reti sociali, istituzioni, una mappa per la sociologia economica*, Bologna, Il Mulino.
- Barucci E. [2006], *Mercato dei capitali e corporate governante in Italia*, Roma, Carocci.
- Barucci E. [2012], *I profili finanziari del processo di privatizzazione. Effetti sui mercati finanziari*, Paper in attesa di pubblicazione.
- Barucci E. [2013], *Il fattore locale*, L'Unità, 26/1/2013
- Barucci E. e Mattesini F. [2006], *Why do banks hold equity in non-financial firms? Some evidence from a panel of large Italian firms*, Mimeo.
- Barucci E. e Messori M. [2012], *Introduzione*, in Quiggin [2012, pp. 1-39].
- Barucci E. e Pierobon F. [2007], *Le privatizzazioni in Italia*, Roma, Carocci.
- Barucci E. e Pierobon F. [2010], *Stato e mercato nella seconda repubblica*, Il Mulino, Bologna.
- Bearle A., Means G. [1932], *The modern corporation and private property*, New York, World Inc.
- Benston G. J. [1998], *Regulating Financial Market, A Critique and Some Proposal*, in «Hobart Paper», n. 135, London, Institute of Economic Affairs.
- Berger S. e Dore R. (a cura di) [1996], *National Diversity and Global Capitalism*, Ithaca, N.Y., Cornell University Press, trad. it., *Differenze Nazionali e Capitalismo Globale*, Bologna, Il Mulino, 1998.

- Bertoldi M. [2003], *Varietà e dinamiche del capitalismo*, in «Stato e Mercato», n. 69, pp. 365-383.
- Boeri T. [2013], *I politici ai vertici delle Fondazioni Bancarie*, www.lavoce.info, 27/1/2013
- Boeri T. e Guiso L. [2013], *L'intreccio duple-face tra politica e banche*, La Repubblica, 28/1/2013;
- Bonazzi G. [2000], *Presentazione*, in Powell P. e DiMaggio J. [1991], trad. it [2000, pp. VII-XXX].
- Bonazzi G. [2002], *Come studiare le organizzazioni*, Bologna, Il Mulino.
- Bordogna L. [1995], *Rapporti tra economia e sociologia, strategie a confronto*, in «Stato e Mercato», n. 44, pp. 325-341.
- Borzi Nicola, *L'effetto Lehman su Fondazione Mps*, Il Sole 24 Ore, 3/2/2012
- Burlando [2008], *Recensione Donald MacKenzie. An engine not a camera*, in «Sociologica», n. 2/2008.
- Callon M. (a cura di)[1998], *The laws of the markets*, Oxford, Blackwell.
- Callon M. [2007], *What does it mean that economics is performative?*, in D. MacKenzie, F. Muniesa e L. Siu [2007, pp. 311-357].
- Carli G. [1993], *Cinquant'anni di vita italiana. In collaborazione con Paolo Peluffo*, Roma-Bari, Laterza.
- Castelnuovo R. [2005], *Aspetti generali dell'analisi comparata tra sistemi finanziari. Alcune proposte metodologiche*, Ente per gli Studi Bancari e Finanziari Luigi Einaudi, Quaderni e Ricerche, n. 60; poi in Castelnuovo R. , *Aspetti generali dell'analisi comparata tra sistemi finanziari. Alcune proposte metodologiche* Roma, Centro Stampa Banca d'Italia, 2005.
- Charkham J. [1989], *Corporate governance and the market for corporate control of companies*, in «Bank of England Panel Paper», 25.
- Ciocca [1999], *Concorrenza e concentrazione nel sistema finanziario italiano*, in Banca d'Italia, Bollettino economico, n. 32, febbraio.
- Coase R. [1937], *The nature of the firm*, in «Economica», n. 4, pp. 386-405.

- Coase R. H. [1988], *The firm, the market and the law*, in R. H. Coase [a cura di], *The firm, the market and the law*, Chicago, Ill., The University of Chicago Press, pp. 1-31; trad. it. *Impresa, mercato e diritto*, Bologna, Il Mulino, 1995.
- Cohen, W. e Levinthal, D. [1989], *Innovation and Learning: The Two Faces of R&D*, in *Economic Journal*, n. 99, pp. 569-596.
- Cohen, W. e Levinthal, D. [1990], *Absorptive Capacity: A New Perspective on Learning and Innovation*, in "Administration Science Quarterly", n. 35, 123-133.
- Coleman J. [1990], *Foundation of social theory*, Cambridge, Mass., Harvard University Press; trad. it. parziale, *Fondamenti di teoria sociale*, Bologna, Il Mulino, 2005.
- Coleman J. [1994], *A rational choice perspective on economic sociology*, in Smelser e Swedeberg [1994, 166-180].
- Colli A. [2006], *Corporate governance e assetti proprietari, genesi, dinamiche e comparazioni internazionali*, Venezia, Marsilio.
- Conigliani C. [1986], *L'innovazione finanziaria in Italia, problemi di inquadramento e di vigilanza*, Roma, Banca d'Italia.
- Conte L. (a cura di) [2011], *Le banche e l'Italia. Crescita economica e società civile. 1861-2011*, Roma, Bancaria Editrice.
- Costi R. [2013], *Fondazioni e banche, quel legame che non si spezza*, www.lavoce.info, 12/6/2007.
- Costi R. e Messori M. [2005], *Per lo sviluppo. Un capitalismo senza rendite e con capitale*, Bologna, Il Mulino.
- Crouch C. e Pizzorno A. (a cura di) [1977], *Conflitti in Europa*, Milano, Etas Libri.
- Crouch C. e Streeck W. [1997], *Il futuro della varietà dei capitalismi*, in «Stato e Mercato», n. 49, pp. 3-29.
- MacKenzie D., F. Muniesa e L. Siu (a cura di) [2007], *Do economists make markets?*, Princeton [M.J.], Princeton University Press.
- De Cecco [2007], *Introduzione*, in Giordano F. [2007, pp. IX-XIII].
- De Cecco M. e Ferri G. [1996], *Le banche d'affari in Italia*, Bologna, Il Mulino.
- Dobbin F. [2005], *Managing investors, how financial markets reshaped the american firm*, in Knorr Cetina e Preda [2005, pp. 269-289].

- Dobbin F., Zorn D. [2005], *Corporate malfeasance and the myth of shareholder value*, in «Political power and social theory», n. 17, pp. 179-198.
- Dodd R. [2005], *Global OTC derivatives markets*, Financial Policy Forum, Special Policy Brief, n. 16.
- Dore R. [2000], *Stock market capitalism, welfare capitalism*, Oxford, Oxford University Press, trad. it., *Capitalismo di borsa o capitalismo di welfare?*, Bologna, Il Mulino, 2001.
- Dore R. [2009], *Finanza pigliatutto*, Bologna, Il Mulino.
- Dosi G. e Teece, D. (a cura di) [1998], *Technology, Innovation and Competitiveness*, Oxford, Oxford University Press.
- Elster J. [1994], *Un commento a Williamson*, in «Stato e Mercato», n. 40, pp. 63-68.
- Fligstein N. [1990], *The transformation of corporate control*, Cambridge, Mass., Harvard University Press; trad. it. *La trasformazione del controllo d'impresa*, Milano, Edizioni Comunità, 1991.
- Fligstein N. [2001], *The architecture of markets*, Princeton, N. J., Princeton University Press; trad. it. *L'architettura del capitale. La società e i mercati nel XXI secolo*, Milano, Università Bocconi, 2004.
- Fligstein N. e Dauter L. [2007], *The sociology of markets*, in «Annual Review of sociology», vol. 33, pp. 105-128.
- Forsyth D.J. e Notermans T. [1996], *Regimi di Politica Macroeconomica e Regolazione Finanziaria in Europa*, «Stato e Mercato», n. 48, p. 367-408
- Freeman E., [2007], *Che cosa non è la teoria degli stakeholder*, in Freeman E., Rusconi G., Dorigatti M. [2007], *Teoria degli stakeholder*, Milano, Franco Angeli.
- Friedland R., Alford R. [1991], *Bringing society back in, symbols, practice and institutional contradictions*, in Powell e DiMaggio [1991], trad. it. [2000, 232-263].
- Friedman M. [1953], *The methodology of positive economics*, in Id. [a cura di], *Essay in positive economics*, Chicago, Ill., The University of Chicago Press, pp. 1-43.
- Friedman M. [2008], *La responsabilità sociale delle imprese consiste nell'aumentare i profitti*, Istituto Bruno Leoni, n. 59.
- Fukuyama [1995], *Trust*, New York, The Free Press, trad. it. *Fiducia*, Milano; Rizzoli, 1996.

- Gai L. (a cura di)[2009], *Lineamenti di gestione bancaria*, Milano, Franco Angeli.
- Gai L. e Novembre V. [2009], *Regolamentazione e istituzioni*, in Gai L. [2009, pp. 17-63].
- Gerschenkron A. [1968], *The modernization of entrepreneurship*, in «Continuity and History and Other Essays», Cambridge, Mass., Harvard University Press.
- Goldthorpe J. [1978], *The current inflation. Towards a sociological account*, in Hirsch e Goldthorpe [1978, 186-241].
- Giordano F. [2007], *Storia del sistema bancario italiano*, Roma, Donzelli,
- Grabher G. [1993], *The embedded firm*, London, Routledge.
- Gros-Pietro G.M., Reviglio E., Torrisi A. [2001], *Assetti proprietari e mercati finanziari europei*, Bologna, Il Mulino.
- Guarino G. e Toniolo G. (a cura di)[2011], *La banca d'Italia e il sistema bancario, 1919-1936*, Roma-Bari, Laterza.
- Hall P. e Soskice D. (a cura di)[2001], *Varieties of Capitalism, The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford, Oxford University Press.
- Hall P. e Soskice D. [2003], *Varietà dei capitalismi, alcuni tratti fondamentali*, in «Stato e Mercato», n. 69, pp. 341-364.
- Hancké B., Rhodes M. e Tharcher M. [2007], *Beyond Varieties of Capitalism. Conflict, Contradictions, and Complementarities in the European Economy*, Oxford, Oxford University Press.
- Hirsch F. e Goldthorpe J. (a cura di)[1978], *The political economy of inflation*, London, Martin Robertson.
- Hollingsworth R. e Boyer R. (a cura di)[1997], *Contemporary Capitalism. The Embeddedness of Institutions*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Keynes J. M. [1936], *The general theory of employment, interest and money*, London, Basingstoke, MacMillan.
- Khurana R. [2007], *From Higher Aims to Hired Hands, The social transformation of American business schools and the fulfilled promise of management as a profession*, Princeton, Princeton University Press.
- Knorr Cetina K. e Preda A. [2005], *The sociology of financial markets*, Oxford, Oxford University Press.
- La Francesca S. [2004], *Storia del sistema bancario*, Bologna, Il Mulino.

- Lavista F. [2011], *Programmazione economica e banca pubblica [1946-1990]*, in Conte L. (a cura di)[2011, 175-206].
- Lembruch G. [1977], *Liberal corporatism and party government*, in «Comparative Political Studies», X, pp. 127-152; poi in Ph. Schmitter e G. Lembruch [a cura di], *Trends towards corporatist intermediation*, Beverly Hills, Calif., Sage, 1979, pp. 147-183, trad. it. in M. Maraffi [a cura di], *La società neo-corporativa*, Bologna, Il Mulino, 1981, pp. 163-198.
- Mace M.L [1972], *The president and the board of directors*, in «Harvard Business Review», Marzo-Aprile, 39-51.
- MacKenzie D. [2006], *An engine, not a camera, how financial models shape markets*, Cambridge MA, MIT Press.
- Magatti M. [1997], *Sociologia economica e teoria sociale*, «Stato e Mercato», n. 51, pp. 457-493, Bologna, Il Mulino.
- Manacorda F. [2013], *Dai derivati allo scandalo, i punti fermi del Monte*, La Stampa, 30/1/2013
- Martinelli A. [2001], *Prefazione*, in Fligstein [2001, pp. VII-XVIII].
- Mattioli R. [1962], *I problemi attuali del credito*, in «Mondo Economico», n. 2.
- Messori M. [2006], *Introduzione*, in Barucci E. [2006, pp. 7-17].
- Messori M. [2012], *Settore bancario, ricchezza finanziaria e crisi economica in Italia*, in Messori e Silipo (a cura di) [2012, 145-180].
- Messori M. e Silipo D. B. (a cura di) [2012], *Il modello di sviluppo dell'economia italiana quarant'anni dopo*, Milano, Egea.
- Meyer J., Rowan B. [1977], *Institutionalized organizations, formal structure as a myth and ceremony*, in Powell W., DiMaggio P. [1991], trad. It [2000, pp. 59-87].
- Mulino M. [2011], *L'industria bancaria italiana nell'Unione Europea [1991-2011]*, in Conte L. (a cura di)[2011, 267-296].
- Mutti A. [2008], *Finanza sregolata? Le dimensioni sociali dei mercati finanziari*, Bologna, Il Mulino.
- Nelson R., Winter S. [1982], *An evolutionary theory of economic change*, Cambridge, Mass. Harvard University Press.

- North [1977], *Markets and other allocation system in history, the challenge of Karl Polanyi*, in «Journal of European economic history», vol. 6, n. 3, pp. 703-716.
- North D. [1990], *Institutions, institutional change and economic performance*, Cambridge, Cambridge University Press, trad. it. *Istituzioni, cambiamento istituzionale, evoluzione dell'economia*, Bologna, Il Mulino, 1994.
- Onado M. [2004], *La banca come impresa*, Bologna, Il Mulino.
- Panetta F. [2004], *Il sistema bancario italiano negli anni Novanta, gli effetti di una trasformazione*, Bologna, Il Mulino.
- Parri L. [1996], *Le istituzioni in sociologia e in economia, «hic sunt leones»?* , in «Stato e Mercato», n. 46, pp. 123–155, Bologna, Il Mulino.
- Perotti R. [2013], *Il difficile mestiere del banchiere “senese”*, Il Sole 24 Ore, 27/1/2013
- Pierobon F. [2009], *Evoluzione dell'attività bancaria e crisi finanziaria*, in Barucci e Messori [2009, pp. 77-98]
- Piluso G. [2011], *Banche, regolamentazione e politica economica [1946-1990]*, in Conte L. (a cura di)[2011, 207-240].
- Pizzorno A. [1977], *Scambio politico e identità collettiva nel conflitto di classe*, in Crouch e Pizzorno [1977, 407-433].
- Porter [1990], *The Competitive Advantage of Nations*, New York, Free Press, trad. it., *Il vantaggio competitivo delle nazioni*, Milano, Mondadori, 1981.
- Powell W., DiMaggio P. (a cura di)[1991], *The neoinstitutionalism in organizational analysis*, Chicago, Ill., The University of Chicago Press, trad. it. *Il neoistituzionalismo nell'analisi organizzativa*, Milano, Comunità, 2000.
- Powell W., DiMaggio P. [1991a], *Introduction*, trad. it. *Introduzione*, in Powell e DiMaggio, [1991], trad. it [2000, pp. 1-38].
- Powell W., DiMaggio P. [1991b], *The iron cage revisited, insitutional isomorphism and collective rationality*, in Powell e DiMaggio, [1991], trad. it [2000, pp. 88-115].
- Putnam R. [1993], *Making democracy work*, Princeton, N.J., Princeton University Press, trad. it. *La tradizione civica nelle regioni italiane*, Milano, Mondadori, 1993.
- Quiggin J. [2012], *Zombie economics. Le idee fantasma di cui liberarsi*, Milano, Egea.
- Quirici M. C. [2009], *L'attività bancaria, aspetti defnitori e relativi tratti evolutivi*, in Gai L. e Novembre V. [2009, 64-103]

- Regini M. [1991], *Confini mobili. La costruzione dell'economia fra politica e società*, Bologna, Il Mulino.
- Rhodes M. e Apeldoorn Van B.[1997], *The trasformation of West european capitalism?*, Firenze, European University Institute Working papers Rsc, n. 60.
- Roncaglia A. [2001], *La ricchezza delle idee, storia del pensiero economico*, Roma, Laterza.
- Ruozzi R. [2011], *Economia della banca*, Milano, Egea.
- Salvati M. [2001], *Introduzione*, in Dore [2000, trad. it. 2001, pp. 7-20]
- Schmitter P. H. [1974], *Still the century of corporatism?*, in «The Review of Politics», XXXVI, pp. 81-131; poi in Schmitter e Lembruch [1979], trad. it. in M. Maraffi [a cura di], *La società neo-corporativa*, Bologna, Il Mulino, 1981, pp. 45-85.
- Schumpeter J. [1942], *Capitalism, socialism, and democracy*, New York, Harper, trad. it. *Capitalismo, socialismo e democrazia*, Milano, Etas Kompass, 1977.
- Smelser N. e Swedberg R. (a cura di)[1994], *The handbook of economic sociology*, Princeton, N.J., Princeton University Press.
- Steiner P. [1999], *La sociologie économique*, trad. it. *Economia, mercati, società*, Bologna, Il, Mulino, 2001.
- Swedberg R. (a cura di)[1990], *Economic and sociology*, Princeton, N.J., Princeton University Press, trad. It, *Economia e sociologia*, Roma, Donzelli, 1994.
- Swedberg R. [2003], *Principles of economic society*, Princeton, N.J., Princeton University Press, trad. it. *Sociologis economica*, Milano, Igea, 2005.
- Toniolo G. [1993], *Il profilo economico*, in Guarino G. e Toniolo G. (a cura di)[2011].
- Trento S. [2012], *Il capitalismo italiano*, Bologna, Il Mulino
- Trigilia C. [1989], *Economia dei costi di transazione e sociologia. Cooperazione o conflitto?*, in «Stato e Mercato», n. 25, pp. 129-158.
- Trigilia C. [1994], *Introduzione*, in Swedberg [1990].
- Trigilia C. [2002], *Sociologia economica. Profilo storico*, Bologna, Il Mulino.
- Trigilia C. [2009], *Sociologia economica. Temi e percorsi contemporanei*, Bologna, Il Mulino.
- Trigilia C. [2013], *Il Monte dei Paschi senza il PCI*, www.rivistailmulino.it, 28/1/2013

- Turner A. [2001], *Just capital. The liberal economy*, trad. it., *Just capital. Critica al capitalismo globale*, Roma-Bari, Laterza, 2004
- Turvani M. [1988], *I meccanismi del governo, l'economia dei costi di transazione, concetti, strumenti, applicazioni*, Milano, Franco Angeli.
- Weber M. [1924], *Die Börse*, in *Gesammelte ausfsätze zur soziologie und sozialpolitik*, Tübingen, Mohr, trad. it. *La borsa*, Milano, Unicopli, 1985.
- Williamson O. [1975], *Markets and hierarchies*, New York, Free press; trad. it. in Nacamulli-Rugiadini [a cura di], *Organizzazione e mercato*, Bologna, Il Mulino, 1985.
- Williamson O. E. [1985], *Economic Institutions of Capitalism. Firms, Markets, Relational Contracting*, The Free Press; trad. it. *Le istituzioni economiche del capitalismo*, Angeli, 1987.
- Williamson O. E. [1986], *Economic organization, firms, markets and policy control*, Brighton, Wheatsheaf books.
- Zamagni S. [2008], *La lezione e il monito di una crisi annunciata*, AICCON, Working Paper n.56.
- Zamagni S. e Screpanti E. [1989], *Profilo di storia del pensiero economico*, Roma, La nuova Italia scientifica.
- Zattoni A. [2006], *Assetti proprietari e corporate governante*, Milano, Egea.
- Zoppini A. [2011], *Il processo di ridefinizione delle regole [1991-2001]*, in Conte L. (a cura di)[2011, 241-266].
- Zuckin S., e DiMaggio P. (a cura di) [1990], *Structure of capital*, Cambridge, Cambridge University Press.